

S.f.p.

# Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche

di Marco Manuli

Nel presente contributo, l'Autore si sofferma sull'analisi della possibile "causa in concreto" degli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle s.p.a., ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c. al fine di individuare i tratti "tipologici" degli strumenti predetti. Seguono alcune considerazioni sulla concreta disciplina applicabile in considerazione delle conclusioni precedentemente raggiunte\*.

## Premessa

Gli strumenti finanziari partecipativi rappresentano, senza alcun dubbio, uno degli istituti giuridici più innovativi introdotti a seguito della Riforma del Diritto Societario e, al contempo, lo strumento in cui il Legislatore della Riforma ha dato maggior spazio all'autonomia statutaria, quantomeno nell'ambito del "tipo" delle s.p.a. (1).

Scopo del presente scritto è quello di esaminare più dettagliatamente alcuni degli aspetti più caratteristici degli strumenti finanziari, sui quali la dottrina dibatte, in attesa dei primi pronunciamenti da parte della giurisprudenza (2).

Gli strumenti finanziari sono disciplinati, *in primis*, dall'art. 2346, ultimo comma, c.c., il quale prevede che «resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera, o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso, lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione».

Lo scopo perseguito dal Legislatore è chiaramente desumibile dalla Relazione introduttiva della Riforma societaria, ove in proposito si prevede che «sempre perseguendo l'obiettivo politico di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale ma con soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che impe-

rativamente vieta il conferimento di opere e servizi, si è espressamente ammessa la possibilità che in tal caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi: così nell'ultimo comma dell'art. 2346».

Nonostante la duttilità dello strumento *de quo*, in quanto utilizzabile al fine di sviluppare i canali di finanziamento delle aziende ovvero al fine di giungere a soluzioni concordate della crisi in cui le aziende dovessero trovarsi (3), la relativa disciplina risulta carente di previsioni analitiche sotto diversi angoli visuali, imponendo agli interpreti un importante sforzo interpretativo (4).

## Note:

\* Il presente contributo è stato sottoposto, in forma anonima, alla valutazione di un referee.

(1) Come noto, infatti, l'autonomia privata, a seguito della Riforma, caratterizza, in particolar modo, le nuove società a responsabilità limitata. In tal senso, cfr. Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, Sub artt. 2475-2483, II, in Schlesinger (fondato da) e Busnelli (diretto da), *Codice civile. Commentario*, Milano, 2010, 932 e ss.

(2) Stante l'ampiezza degli argomenti potenzialmente sottesi all'argomento del presente lavoro, si è preferito soffermarsi solo su alcuni di essi, specificatamente individuati.

(3) Per una interessante panoramica dell'uso degli strumenti finanziari, soprattutto nell'ambito della soluzione delle crisi d'impresa, cfr. Busani - Saggiocca, *"Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring"*, in questa *Rivista*, 2011, 925 e ss.

(4) Sul tema degli strumenti finanziari, come introdotti a seguito della Riforma societaria, si vedano, oltre a quelli che saranno ulteriormente citati nel corso del presente lavoro, Corsi, *La nuova* (segue)

### La "partecipazione" degli strumenti finanziari

Un primo aspetto di interesse concerne il riferimento alla "partecipazione" insito nella stessa definizione degli strumenti finanziari partecipativi, la cui disciplina è collocata nell'ambito della sezione V - del Capo V del Titolo V del Libro V - del codice civile intitolata, appunto, «Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi».

Il termine "partecipazione" è stato oggetto di disamina da parte degli Autori che si sono occupati di strumenti finanziari partecipativi, al fine di delineare i limiti "tipologici" della categoria *de qua*. In particolare, sussistono tre diversi orientamenti.

Un primo orientamento, i cui Autori - proprio in forza del *nomen* della rubrica suindicata - tendono a creare due distinte classi di strumenti finanziari emettibili dalle società per azioni, ossia quelli propriamente "partecipativi" e quelli, viceversa, "non partecipativi" (5).

Nella prima tipologia, rientrerebbero (i) da una parte, le azioni e (ii) dall'altra, quegli strumenti finanziari che, pur distinguendosi nettamente dalle azioni, sarebbero, pur sempre, idonei a consentire ai relativi titolari una partecipazione alla vita sociale, sotto il profilo amministrativo o patrimoniale.

La seconda tipologia (*i.e.* strumenti non partecipativi), viceversa, sarebbe rappresentata da obbligazioni e da altri strumenti finanziari "non partecipativi", tra i quali quelli indicati dall'art. 2411, comma 3, c.c. che, come noto, prende in considerazione «gli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società», tutti caratterizzati dall'assenza di diritti partecipativi (6).

Tali conclusioni si prestano a dubbi interpretativi molteplici. In particolare, pare potersi affermare che la fattispecie di cui all'art. 2411, comma 3, c.c. non esclude che detti strumenti finanziari possano incorporare diritti partecipativi di tipo patrimoniale ed amministrativo e, sul punto, non paiono esservi concrete ragioni per contestare una tale osservazione.

Un secondo orientamento è rappresentato da chi (7) riterrebbe applicabile a tutti gli strumenti finanziari emessi dalla s.p.a. la disciplina delle obbligazioni che, pertanto, rappresenterebbe il complesso di norme generali da applicare agli strumenti in questione (8).

Sia consentito affermare che la tesi sopra brevemente richiamata appare criticabile. Infatti, non si

comprende quali siano le ragioni in forza delle quali applicare la disciplina delle obbligazioni a qualunque tipologia di strumento finanziario, anche laddove non sia previsto un obbligo di restituzione a carico della società e, di conseguenza, per quale ragione gli apporti eseguiti a fronte di qualunque strumento finanziario debbano essere iscritti al passivo nonché, infine, per quale motivo, in considerazione di quanto predetto, sia necessario applicare, in ogni

---

#### Note:

(segue nota 4)

s.p.a.: gli strumenti finanziari, in *Giur. comm.*, 2003, I, 414 e ss.; Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2005; 519 e ss.; Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 542 e ss.; Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268 e ss.; Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, I, 205; Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 27 e ss.; Sandulli - Santoro (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, Sub artt. 2346 e 2351; Cottino ed altri (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, Sub artt. 2346 e 2351; Niccolini - Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, Sub artt. 2346 e 2351; Miola, *I conferimenti in natura*, in Colombo - Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 1\*\*\*, Torino, 2004, 259 ss.; Ferri Jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in Montagnani (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 67 ss.; Associazione Preite, *Il diritto delle società*, Bologna, 2004, 127 ss.; Giannelli, in AA. VV., *Diritto delle società*, Milano, 2004, 168 ss.; Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in M. Rescigno e Sciarrone Alibrandi (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, 32 ss.; Tombari, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2004, 1093 ss.; *Id.*, Sub artt. 2346 e 2351, in Alpa - Mariconda (a cura di), *Commentario Codice civile*, Milano, 2007.

(5) Sul punto, Notari e Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 82. Altri Autori, viceversa, tendono a distinguere tra "azioni" e tutti gli altri "strumenti finanziari" emessi da una s.p.a., ricomprendendo indistintamente questi ultimi nella categoria delle "obbligazioni", la quale avrebbe un perimetro tale da abbracciare sia le obbligazioni in senso stretto che gli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, comma 6, c.c., 2349, comma 2, c.c. e 2447 *ter* c.c. (in tal senso, Ferri Jr, *op. cit.*, 814; Spada, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2004, suppl. 2. 226 ss.; Libonati, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 8 ss.

(6) Sul punto, *amplius* Luoni, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, 330 e s.

(7) In particolare, si veda Ferri jr, *op. cit.*, 814.

(8) Da ciò discenderebbero ulteriori conseguenze: dovrebbe, in ogni caso, essere applicato il limite di emissione di cui all'art. 2412 c.c.; l'organo competente all'emissione dovrebbe essere individuato ai sensi di quanto previsto dall'art. 2410 c.c.; i titolari di strumenti finanziari dovrebbero sempre riunirsi in organizzazioni di categoria; infine, sul piano contabile, gli apporti eseguiti dai sottoscrittori, anche laddove non fosse previsto a loro favore il diritto al rimborso, andrebbero considerati comunque "debiti".

caso il limite quantitativo di emissione previsto per le obbligazioni, di fatto indirettamente limitando l'utilizzabilità di detti strumenti.

Un terzo orientamento è rappresentato da quegli Autori (9) che distinguono tra gli strumenti finanziari disciplinati dall'art. 2411, comma 3, c.c. e gli strumenti previsti dall'art. 2346 c.c.

I primi dovrebbero essere qualificati come strumenti "quasi obbligazionari" caratterizzati da un diritto al rimborso dell'apporto eseguito dal sottoscrittore, sebbene subordinato all'andamento economico della società e, in ogni caso, soggetti alla disciplina prevista in materia di obbligazioni, come richiamata dall'art. 2411, comma 3, c.c.; tali strumenti finanziari potrebbero, infine, attribuire ai relativi titolari diritti di natura patrimoniale.

I secondi rappresenterebbero degli "ibridi partecipativi", idonei a distinguersi dai primi, anche laddove fosse previsto il diritto al rimborso, in quanto dotati di diritti amministrativi e sarebbero soggetti alla disciplina di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., unitamente a quella di cui agli artt. 2412 e 2413 c.c.

In senso opposto, pare potersi sottolineare che gli strumenti finanziari qualificati come "ibridi partecipativi" potrebbero essere emessi anche a fronte dell'attribuzione di diritti patrimoniali, oltre a quelli amministrativi, così come - relativamente alla prima categoria - non pare potersi escludere una emissione caratterizzata dalla compresenza di diritti amministrativi e patrimoniali.

In merito alla questione qui in esame, sembrerebbe, dunque, necessario individuare una differente soluzione interpretativa.

Si noti, infatti, che la Legge delega n. 366/2001 - per la riforma del diritto societario - prevede espressamente che venga ammessa la possibilità di emettere strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi, così manifestando chiaramente l'intenzione di introdurre - unitamente alle azioni e alle obbligazioni (10) - un *tertium genus*, autonomo rispetto ai primi due, caratterizzato da diverse gradazioni del livello di partecipazione alla vita della società.

Ne consegue, innanzitutto, che la categoria degli strumenti finanziari dovrebbe beneficiare di uno "statuto" a sé stante, né (del tutto) azionario né (del tutto) obbligazionario.

Il Legislatore, pertanto, avrebbe introdotto nell'ordinamento una terza fattispecie "ibrida", la cui disciplina andrebbe determinata in forza dell'autonomia privata, sia pur nei limiti previsti dalle specifiche norme che la contemplano.

Gli strumenti finanziari, in relazione al concreto contenuto determinato di volta in volta dalla società, "oscillerebbero", pertanto, tra il "polo" delle azioni e quello delle "obbligazioni" senza mai poter coincidere (pena, la loro diversa qualificazione e disciplina) con l'uno o con l'altro.

Questa ricostruzione trova, a nostro avviso, un riferimento normativo in virtù della collocazione delle norme aventi ad oggetto la disciplina degli strumenti finanziari "partecipativi" e di quelle concernenti gli strumenti finanziari "non partecipativi".

Infatti, gli artt. 2346, ultimo comma, c.c. e 2349, comma 2, c.c., contenuti nella Sezione V (del Capo V del Titolo V del Libro V) (11), sarebbero rivolti a disciplinare gli strumenti finanziari "partecipativi" e la relativa disciplina sarebbe, pertanto, "attratta" - senza tuttavia esservi confusa - da quella propria delle azioni; viceversa, gli strumenti finanziari "non partecipativi" - pur non espressamente menzionati, sul piano nominalistico - sarebbero contemplati dall'art. 2411, ultimo comma, c.c., inserito nella sezione VII (del Capo V del Titolo V del Libro V) (12), e, conseguentemente, "attratti" - senza, anche in tal caso, esservi confusi - dalla disciplina dettata in tema di obbligazioni.

Così delineati gli ambiti di disciplina di ciascuna delle due sottocategorie di strumenti finanziaria, si impone la necessità di individuare il criterio distintivo tra le predette tipologie di strumenti finanziari. Per le regioni che seguono, riterremmo necessario individuare l'elemento discriminante delle due *species* di strumenti finanziari nella "partecipazione", o meno, al c.d. "rischio di impresa" da parte dai rispettivi sottoscrittori. Infatti, nella Relazione al D.Lgs. n. 6/2003 attuativo della suindicata delega legislativa, si chiarisce l'obiettivo perseguito, a mezzo della introduzione degli artt. 2346, ultimo comma e 2349, comma 2, c.c. sia il seguente: «al fine di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale,

**Note:**

(9) Cian, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, n. 26, Milano, 2006, 10 e ss.

(10) Si noti, infatti, che - nel medesimo articolo della legge delega - vengono indicati ulteriori principi specifici in materia di azioni e di obbligazioni. Se ne potrebbe desumere che la categoria degli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi rappresenti un *genus* autonomo ed a sé stante, diverso rispetto a quello delle azioni e delle obbligazioni.

(11) Dedicata, come noto, alle azioni e, appunto, agli strumenti finanziari partecipativi.

(12) Dedicata, come noto, alle obbligazioni.

ma con soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi, si è espressamente ammessa la possibilità che in tal caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi».

Appare chiaro che la volontà del Legislatore sia quella di consentire ad una s.p.a. di «acquisire» (13) elementi suscettibili di valutazione economica in modo che la società possa ottenere questo tipo di attribuzioni, spesso di cospicuo valore, senza porsi i limiti imposti in materia di effettività e integrità del capitale sociale. Si intendeva, pertanto, creare uno strumento in grado di realizzare, dal punto di vista della società, un effetto identico a quello derivante da un conferimento. Ciò appare ulteriormente confermato dai successivi passaggi della Relazione, in cui si fa presente che si è scelto lo strumento finanziario partecipativo in sostituzione delle azioni d'industria e, pertanto, dei titoli emessi a fronte di conferimenti (definitivi) a vantaggio della società.

In considerazione della collocazione delle norme in commento (i.e. artt. 2346 e 2349 c.c.) (14), e di quanto si evince dalla Relazione, se ne dovrebbe inferire che (i) gli strumenti finanziari in parola siano da intendersi «partecipativi» in quanto partecipano al rischio d'impresa, pur senza imputazione a capitale dei «conferimenti» eseguiti a fronte della loro emissione e (ii) si tratta, pertanto, di titoli emessi a fronte di attribuzione definitive (*rectius* in conto patrimonio), ed ai quali sono connessi - per espressa volontà del Legislatore - determinati diritti patrimoniali e anche amministrativi.

Se tutto ciò è vero, ne consegue che mai potrebbe essere attribuito - ai titolari di strumenti finanziari «partecipativi» - il diritto alla restituzione delle utilità apportate alla società a fronte dell'assegnazione di tali strumenti e ciò in quanto, appunto, questi strumenti «partecipano» al capitale di rischio, similmente alle azioni.

Né, in senso opposto alle conclusioni sopra rappresentate, pare possa avere rilievo il fatto che la norma (i.e. art. 2346, comma 6, c.c.) stabilisca che l'apporto, a fronte del quale viene emesso lo strumento finanziario «partecipativo», possa essere rappresentato (anche ma non solo) dalla prestazione di opere e servizi. Alcuni Autori hanno, infatti, hanno sostenuto che l'introduzione, nell'ultima versione dell'art. 2346, comma 6, c.c., della possibilità di apportare beni ulteriori rispetto alle opere ed

ai servizi, dimostrerebbe che dovrebbero essere ammessi anche apporti sotto forma di finanziamento, con conseguente obbligo di restituzione a favore del sottoscrittore. Conseguentemente, l'elemento «partecipativo» non potrebbe più essere individuato nel fatto che il sottoscrittore partecipi al rischio d'impresa (in quanto potrebbe anche non parteciparvi, imponendo alla società il diritto al rimborso di quanto apportato) quanto piuttosto dalla presenza, o meno, di diritti patrimoniali e partecipativi ad essi connessi.

In senso opposto - tralasciando le difficoltà di identificare l'intenzione del Legislatore storico (15) - riteniamo che gli strumenti finanziari - intesi come *genus* diverso dalle azioni e dalle obbligazioni - debbano necessariamente essere dotati di diritti patrimoniali (e amministrativi) idonei ad attribuire ai relativi titolari un potere, genericamente definito, di «voice» all'interno della società e che, pertanto, tale elemento non rappresenti il criterio «tipologico» in forza del quale distinguere tra strumenti finanziari «partecipativi» e strumenti finanziari «non partecipativi». Infatti, in assenza di tali diritti, gli strumenti finanziari «non partecipativi» finirebbero per sovrapporsi e confondersi con le obbligazioni.

In tal senso, va ricordato quanto previsto dal Legislatore delegante in materia di strumenti finanziari (cfr. art. 4, comma 6, lett. c): «prevedere, al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali e salve in ogni caso le riserve di attività previste dalle leggi vigenti, la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi».

La locuzione «dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi» va letta, a mio avviso, in combina-

**Note:**

(13) Il termine, ribadito anche nel paragrafo successivo, ove si parla di «acquisizione» non pare essere causale. Esso evoca, appunto, l'idea di una attribuzione definitiva a vantaggio della società. Si noti che detto termine ricorre, nell'ambito della disciplina generale in materia di società, frequentemente e, sempre con riferimento ad una attribuzione definitiva, a vantaggio della società, del relativo bene. Si veda in tal senso, tra gli altri, (i) l'art. 2286, ultimo comma. c.c. ove si prevede che «Parimenti può essere escluso il socio che si è obbligato con il conferimento a trasferire la proprietà di una cosa, se questa è perita prima che la proprietà sia acquistata alla società», (ii) art. 2501 *bis*, prima comma, c.c., ove si prevede una particolare disciplina «Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra ...».

(14) I.e. nell'ambito della disciplina della più ampia disciplina delle azioni.

(15) Guastini, *L'interpretazione dei documenti normativi*, in Cicu - Messineo - Mengoni (già diretto da) e Schlesinger (continuato da), *Tratt. dir. civ. comm.*, Milano, 2004, 150 e ss.

to disposto con l'ipotesi di emissione sia di "strumenti finanziari non partecipativi" che di "strumenti finanziari partecipativi". Da ciò discenderebbe che l'elemento "partecipativo" debba essere riferito al coinvolgimento, o meno, dei relativi titolari di detti strumenti al rischio di impresa e non, appunto, all'attribuzione di diritti patrimoniale e amministrativi (che rappresenterebbe, viceversa, il tratto comune ad entrambe le due categorie di strumenti finanziari).

Gli strumenti finanziari "partecipativi", come visto, sono disciplinati dall'art. 2346, comma 6, c.c. La norma *de qua* è collocata nel contesto della disciplina delle azioni ossia di titoli che presuppongono - necessariamente - un apporto (definitivo) a vantaggio della società (16); pertanto, indipendentemente dalle apparenti differenze tra quanto espresso nelle Relazione (ove si menzionano esclusivamente gli strumenti finanziari emessi a fronte di apporti di opere e servizi) e quanto previsto nell'ultima versione del comma in esame (ove, appunto, l'apporto di opere e servizi rappresenta soltanto uno degli apporti astrattamente ammissibili in caso di emissione di strumenti finanziari "partecipativi"), una interpretazione sistematica di detto comma dovrebbe indurre l'interprete a ritenere che gli apporti, sia di opere e servizi che di altra natura, in ogni caso, debbano essere intesi come eseguiti a titolo definitivo, rappresentando tale elemento il tratto caratterizzante degli strumenti finanziari "partecipativi", appunto, idoneo a distinguerli da quelli «non partecipativi» (17).

Gli strumenti finanziari "non partecipativi", di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., viceversa, attribuirebbero ai relativi titolari - unitamente ad un diritto di *voce* nella vita della società (18) - il diritto alla restituzione degli apporti eseguiti in capo ai relativi sottoscrittori.

La disciplina di tali ultimi strumenti andrebbe rinvenuta, pertanto, (i) nella previsione di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., (ii) nella disciplina propria delle obbligazioni, (iii) nella delibera CICR 19 luglio 2005, n. 1058 e, infine, (iv) sulla base di quanto desumibile dalla Legge Delega e dalle Relazione ministeriale.

In particolare, per quanto concerne l'art. 2411, comma 3, c.c. - il quale prevede che la disciplina in materia di obbligazioni «si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società» - si deve ritenere che tale norma sia senz'altro da applicarsi anche all'ipotesi di strumenti finanziari che stabili-

scano un diritto al rimborso puro e semplice a favore dei relativi titolari. Se, infatti, per ragioni di congruità e coerenza sistematica, il Legislatore ha ritenuto applicabile lo "statuto" delle obbligazioni agli strumenti finanziari il cui rimborso sia, variamente, limitato, *a fortiori*, se ne deve ammettere l'applicazione, in via analogica, anche agli strumenti finanziari con diritto al rimborso incondizionato, anche al fine di non incorrere in conclusioni assurde (19), rappresentata, ad esempio, dalla possibilità di emissione di strumenti finanziari "non partecipativi" che attribuiscono ai relativi titolari un diritto al rimborso non condizionato dall'andamento economico della società emittente, di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., e, pertanto, non soggetti ad alcuni limite quantitativo di emissione.

La norma, pertanto, unitamente a quanto previsto in tema di obbligazioni, rappresenta il nucleo centrale della disciplina degli strumenti finanziari "non partecipativi".

Ne consegue che tali strumenti (*rectius*, tutti gli strumenti finanziari con obbligo di restituzione a carico della società emittente, genericamente intesi come strumenti finanziari "non partecipativi") saranno soggetti al limite quantitativo di emissione previsto in materia di obbligazioni.

I titolari di tali strumenti finanziari "non partecipativi" potranno, inoltre, vedersi riconosciuti diritti patrimoniali e amministrativi. È chiaro, infatti, che allorché non siano previsti diritti particolari ed ulteriori rispetto a quanto consentito in materia di obbligazioni, la relativa fattispecie dovrà essere ricondotta al prestito obbligazionario, indipendente da come sia stato qualificato dalla società emitten-

**Note:**

(16) Ciò comporta, tra l'altro, che possa essere ammessa una qualche forma di equiparazione tra gli strumenti finanziari "partecipativi" e i cc.dd. *GenuBrechte*, di origine tedesca, che si sostanziano in un finanziamento a vantaggio della società, a fronte del quale possono essere previsti vari diritti di natura patrimoniale, generalmente riconosciuti ai soci e che, generalmente, non prevedono l'obbligo di restituzione a carico della società finanziata (sul punto, per un approfondimento, cfr. Miola, in Colombo e Portale (diretto da), *I conferimenti in natura, Trattato delle società per azioni*, 260, nota 608).

(17) Peraltro, anche aderendo a tali conclusioni, gli strumenti finanziari "partecipativi" presenterebbero delle caratteristiche tali da distinguerli nettamente dalle azioni. Infatti, sebbene in entrambe le ipotesi si sia in presenza di apporti/conferimenti a titolo definitivo, ciononostante il contenuto degli strumenti finanziari "partecipativi" - sul piano dei diritti sociali attribuibili - potrebbe essere modulato del tutto liberamente dall'autonomia statutaria.

(18) Pena l'assimilazione con i titoli obbligazionari.

(19) Sul ricorso all'argomento *ab absurdo*, si veda Mengoni, *L'argomentazione orientata alle conseguenze*, in *Riv. trim. dir., proc. civ.*, 1994, 1 e ss.

te, con applicazione diretta ed esclusiva della disciplina prevista in materia di obbligazioni.

Lo strumento finanziario “non partecipativo”, per essere qualificato tale, dovrà, in conclusione, attribuire al titolare (i) il diritto al rimborso, variamente modulato, così da rientrare nell’ipotesi di titolo “non partecipativo”, come sopra inteso, e (ii) alcuni diritti patrimoniali e amministrativi diversi rispetto a quelli attribuibili ai titolari di titoli obbligazionari.

Per quanto concerne, l’attribuzione di diritti patrimoniali ed eventualmente diritti amministrativi (in ogni caso, diversi rispetto a quelli spettanti agli obbligazionisti), ai titolari di strumenti finanziari “non partecipativi”, si pone l’esigenza di comprendere se si possano emettere tali strumenti con attribuzione solo diritti patrimoniali ovvero solo di diritti amministrativi.

In senso opposto, sembrerebbe militare quanto previsto dall’art. 2346, comma 6, c.c., il quale prevede, infatti, che gli strumenti finanziari ivi contemplati (i.e. quelli “partecipativi”) debbano essere forniti di «diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi» (20), implicitamente imponendo la necessaria presenza di diritti patrimoniali (ai quali, eventualmente, aggiungere anche diritti di carattere amministrativo).

In senso opposto, deve, viceversa, ritenersi che, in caso di emissione di strumenti finanziari “non partecipativi”, la società sia libera di prevedere diritti patrimoniali ovvero diritti amministrativi, in via alternativa tra loro.

Quanto sopra pare essere giustificato da tre ordini di considerazioni. E precisamente:

1) gli strumenti finanziari “non partecipativi” devono essere considerati, sia pure nell’ambito del *genus* degli strumenti finanziari, quale categoria diversa ed autonoma rispetto a quella degli strumenti finanziari “partecipativi”, dotata di una propria identità tipologica e, pertanto, con disciplina propria. Ciò comporta che le norme aventi ad oggetto gli strumenti finanziari “partecipativi” non possano essere applicate *recta via* agli strumenti finanziari “non partecipativi”, ivi incluso, appunto, l’ultimo comma dell’art. 2346 c.c.;

2) l’art. 2411, comma 3, unica norma codicistica avente ad oggetto gli strumenti finanziari “non partecipativi”, tace sul punto, provvedendo, più semplicemente, ad implementare la disciplina degli strumenti finanziari “non partecipativi” mediante un rinvio *per relationem* a quanto stabilito in materia di obbligazioni;

3) la legge delega (cfr. art. 4, comma 6, lett. c) sol-

lecita l’introduzione di strumenti finanziari “partecipativi” e “non partecipativi”, stabilendo semplicemente che tali strumenti siano dotati di «diversi diritti patrimoniali e amministrativi», senza, pertanto, imporre l’attribuzione di diritti patrimoniali ai titolari di strumenti finanziari (partecipativi o meno), quale elemento necessario ed imprescindibile della categoria “strumenti finanziari”, implicitamente ammettendo, pertanto, che possano essere attribuiti anche soltanto diritti amministrativi.

Sotto un profilo metodologico più ampio, come si è già accennato (21), a noi sembra che - similmente ad un pendolo che oscilla tra due poli opposti - la disciplina degli strumenti finanziari (sia quella degli strumenti “partecipativi” sia quella degli strumenti “non partecipativi”) debba essere mutuata, in assenza di specifiche previsioni normative per ciascuna sottocategoria di strumenti finanziari, dal complesso di norme volte a disciplinare la categoria più prossima rispetto agli strumenti finanziari, di volta in volta esaminati e, pertanto, si debba aver riguardo (i) alla disciplina delle azioni per quanto attiene gli strumenti finanziari “partecipativi” ovvero (ii) alla disciplina delle obbligazioni per quanto attiene gli strumenti finanziari “non partecipativi” mentre (iii) la disciplina degli strumenti finanziari “partecipativi” potrà trovare applicazione nell’ambito degli strumenti finanziari “non partecipativi” solo in via residuale e solo laddove si pongano dei vuoti di regolamentazione che non possano essere colmati mediante il ricorso alla normativa dettata in tema di obbligazioni e che, soprattutto, non possano essere colmati a mezzo dell’autonomia statutaria.

Pertanto, in presenza di strumenti finanziari “non partecipativi” - ferma restando la necessità che tali strumenti siano dotati di diritti specifici di tale categoria rispetto a quelli tipicamente previsti per le obbligazioni, onde consentirne una loro identificazione e differenziazione - si deve ritenere che l’autonomia privata, in questo caso, non incontri il limite di cui all’art. 2346, comma 6, c.c., avente ad oggetto gli strumenti finanziari “partecipativi” in quanto si tratta di una norma prevista per gli strumenti finanziari “partecipativi”; pertanto, i titolari degli strumenti “non partecipativi” possono vedersi riconosciuti, ove così previsto in sede di emissione (*rec-*

**Note:**

(20) Per il momento, sia consentito rinviare ad un’altra parte più specifica del presente scritto l’analisi della locuzione “e anche diritti amministrativi” relativamente agli strumenti finanziari “partecipativi”.

(21) Cfr. Par. 2.2 del presente scritto.

*tius*, in sede statutaria), soltanto diritti amministrativi (22), senza la necessaria attribuzione di particolari diritti patrimoniali.

Infatti, le norme degli strumenti finanziari “partecipativi”, come detto, debbono essere prese in considerazione, nell’ambito degli strumenti “non partecipativi”, solo allorché sia strettamente necessario. Tale conclusione, oltre ad essere coerente con una interpretazione “di sistema” - che, ribadiamo, assimila gli strumenti “partecipativi” alle azioni e quelli “non partecipativi” alle obbligazioni, con le relative conclusioni in tema di disciplina applicabile - pare, peraltro, conforme a quanto previsto dalla Legge delega (cfr. art. 4, comma 6, lett. c), la quale, come detto, non sembra imporre una necessaria attribuzione di diritti patrimoniali a favore dei titolari di strumenti finanziari.

Le conclusioni appena rassegnate (23), potrebbe, peraltro, essere sostenute, sia pur in forza di un diverso approccio interpretativo, anche con riferimento all’ipotesi di strumenti finanziari “partecipativi”. Se, infatti, il *discrimen* tra “partecipativi” e “non partecipativi” deve essere riferito alla partecipazione, o meno, al rischio di impresa dei rispettivi titolari, ne consegue che l’attribuzione di diritti patrimoniali non rappresenta un presupposto indefettibile degli strumenti finanziari “partecipativi”. Pertanto, il comma sesto dell’art. 2346 c.c., nella parte in cui prevede che gli strumenti finanziari ivi contemplati debbano essere forniti di «diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi» deve essere letto nel senso che tali strumenti finanziari possano avere ad oggetto diritti patrimoniali ovvero diritti amministrativi; la locuzione “o anche”, in considerazione di quanto sopra, e tenuto conto della formula ben più generica prevista sul punto dalla Legge delega, andrebbe, dunque, letta come “o in alternativa” rispetto all’attribuzione di diritti patrimoniali. Tale ricostruzione potrebbe trovare un appiglio, per quanto attiene la formulazione adoperata dal Legislatore della Riforma, nell’art. 2333 c.c., il quale, come noto, prevede che una s.p.a., oltre ad essere costituita ai sensi dell’art. 2328 c.c. possa essere «costituita anche per mezzo di pubblica sottoscrizione». Il combinato disposto degli artt. 2328 e 2333 c.c. consentono, dunque, all’autonomia privata di poter procedere alla costituzione di una s.p.a. a mezzo di contratto/atto unilaterale “o anche” a mezzo di pubblica sottoscrizione (24).

Similmente, ne consegue che l’attribuzione dei diritti amministrativi *de quibus* - inerenti agli strumenti finanziari “partecipativi” di cui all’art. 2346, comma 6, c.c. - debba essere considerata in via al-

ternativa rispetto all’attribuzione di diritti patrimoniali. E forse, l’interprete potrebbe spingersi oltre e ritenere che l’attribuzione di diritti patrimoniali e amministrativi possa avvenire sia in forma disgiuntiva che anche congiuntiva.

Infatti, - a differenza delle suindicate norme in merito alle modalità costituzione di una s.p.a. che, a rigor di logica, ammettono una sola, tra le due possibili, modalità di costituzione - a noi pare che possa certamente prevedersi una duplice emissione di strumenti finanziari “partecipativi” caratterizzati, nell’un caso, dalla attribuzione di diritti (solo) patrimoniali e, nell’altro, dall’attribuzione di diritti (solo) amministrativi. Ove il titolare di entrambe le due tipologie di strumenti fosse il medesimo soggetto, in virtù del principio di economia degli atti giuridici, si assisterebbe, di fatto, ad una ipotesi di strumenti finanziari dotati sia di diritti patrimoniali che di diritti amministrativi. Non dovrebbe escludersi, pertanto, l’ipotesi di una sola emissione di strumenti finanziari “partecipativi” dotati di diritti patrimoniali “e anche” di diritti amministrativi, in virtù del principio di economia degli atti giuridici (25).

**Note:**

(22) Unitamente al diritto, variamente configurato, alla restituzione dell’apporto iniziale o del “*tantumdem eiusdem generis*”.

(23) *i.e.* la non necessaria presenza di diritti patrimoniali nel caso di emissione di strumenti finanziari e la conseguente ammissibilità di strumenti finanziari dotati di soli diritti amministrativi.

(24) Tali considerazioni, anche se in un ulteriore differente contesto, possono probabilmente essere desunte anche dalla lettura dell’art. 2375 c.c., il quale prevede che «... Il verbale deve indicare la data dell’assemblea e, anche in allegato, l’identità dei partecipanti e il capitale rappresentato da ciascuno; deve altresì indicare le modalità e il risultato delle votazioni e deve consentire, anche per allegato, l’identificazione dei soci favorevoli, astenuti o dissenzienti». La norma, come noto, non impone, infatti, che i dati ivi indicati risultino da verbale e (anche) dall’allegato ma pone due soluzioni alternative tra loro al fine di far adempiere all’obbligo ivi sancito.

(25) Quanto sopra presuppone, inoltre, che l’indicazione di cui all’art. 2346, comma 6, c.c., nella parte in cui prevede che possano essere attribuiti «diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi», venga letto come «diritti patrimoniali e anche diritti amministrativi» (sull’“elencazione disgiuntiva” i cui termini sono tra loro collegati da “o”, in generale, cfr. Tarello, *L’interpretazione della legge*, in Cicu - Messineo (già diretto da) e Mengoni, (continuato da) *Trattato di diritto civile e commerciale*, I, t. 2, Milano, 1980, 131). Peraltro, l’interpretazione proposta, lasciando una maggiore autonomia in merito alla concreta determinazione del contenuto degli strumenti finanziari, li rende certamente più adattabili alle concrete esigenze del caso concreto. Unitamente a quanto già detto, pertanto, ragioni di carattere economico giustificano, ulteriormente, una interpretazione più “elastica” della norma in commento (con riferimento all’utilità dell’analisi economica come criterio ermeneutico, cfr. Ascarelli, *Funzioni economiche e istituti nella tecnica dell’interpretazione*, in *Id.*, *Saggi giuridici*, Milano, 1946, 87; Mengoni, *L’argomentazione orientata alle conseguenze*, in *Riv. trim. dir. proc.*, 1994, 1 e ss.).

In conclusione, l'emissione di strumenti finanziari "partecipativi" può avvenire con contestuale attribuzione di soli diritti patrimoniali, soli diritti amministrativi ovvero di entrambe le due tipologie di diritti.

### La "causa" dell'apporto negli strumenti finanziari codicistici

Molteplici sono state le soluzioni interpretative proposte dai vari Autori in merito alla causa sottesa alla sottoscrizione degli strumenti finanziari. In particolare, gli Autori che si sono occupati del profilo in esame sono riconducibili a tre macro aree:

(i) coloro che ritengono che l'operazione sottostante l'emissione degli strumenti finanziari sarebbe sempre sostanzialmente di finanziamento e che, pertanto, gli strumenti in parola sarebbero assimilabili a titoli di carattere debitorio (26);

(ii) coloro che ritengono che strumenti finanziari integrino sempre un contratto di associazione in partecipazione (27) e, in ultimo

(iii) coloro che affermano che gli strumenti finanziari abbiano sempre causa unitaria analoga a quella del contratto di società, tale per cui l'apporto del sottoscrittore dovrebbe ritenersi effettuato a titolo di capitale di rischio senza alcun diritto di restituzione in capo ai relativi sottoscrittori (28).

Tuttavia, sembrerebbe più convincente la tesi di chi (29) ritiene che la figura "strumento finanziario" sia, in realtà, neutra sul piano della causa e che essa si colori in relazione a quanto previsto, concretamente, in sede di emissione e sottoscrizione della singola classe di strumenti finanziari presi in considerazione (30).

Ad avviso di chi scrive, le posizioni assunte in merito al profilo causale *de quo* debbono tener conto delle conclusioni sopra rassegnate in merito alla suddivisione degli strumenti finanziari in due macro categorie.

In particolare, nel caso di strumenti finanziari "partecipativi", saremo in presenza di una vicenda contrattuale a prestazioni corrispettive, ad effetti reali o obbligatori, consensuale (31), assimilabile sostanzialmente a quanto avviene nel contratto di associazione in partecipazione (32) o ad altre fattispecie tipiche (33) o atipiche. Peraltro, l'individuazione

tres, Sub art. 2346, in Niccolini - Stagno d'Alcontres (a cura di), *op. cit.*, I, 266.

(29) Notari e Giannelli, *op. cit.*, 78; Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi*, in *Dir. banc.*, 2003, 215.

(30) Non mancano nel nostro ordinamento negozi giuridici cc.dd. "a causa variabile" e, pertanto, caratterizzati dalla possibilità di essere utilizzati per differenti finalità e con diverse giustificazioni causali. In tal senso, ad esempio, il negozio di cessione del credito, come disciplinato dagli artt. 1260 e ss. c.c. o, ancora, il *trust*, come riconosciuto nel nostro ordinamento a seguito della ratifica della Convenzione dell'Aja del 1989.

(31) Ma non parrebbe del tutto da escludere la possibilità di dar luogo, a mezzo di espressa previsione statutaria, o direttamente per espressa volontà dell'organo legittimato all'emissione, ad uno strumento finanziario inquadrabile nell'ambito dei contratti cc.dd. reali, ossia con perfezionamento della fattispecie a mezzo della *datio rei* (sul punto, per quanto riguarda una ipotesi analoga, relativamente all'emissione di azioni, cfr. Ginevra, *Sottoscrizione di nuove azioni, versamento dei tre decimi del valore nominale e aumento di capitale*, in *Riv. soc.*, 2000, 1191 e, più recentemente, Busi, *S.p.a. - s.r.l., operazioni sul capitale*, Milano, 2004, 206).

(32) Non si ritiene ammissibile, sotto quest'ultimo profilo, l'ipotesi di cointeressenza impropria *sub specie* di partecipazione agli utili ed alle perdite senza il corrispettivo di un determinato apporto. La norma di cui all'art. 2346, comma sesto, c.c., infatti, pare chiara nel prevedere che l'emissione di strumenti finanziari "partecipativi" possa avvenire solo "a seguito" di un apporto, non ammettendo, pertanto, l'ipotesi di strumenti finanziari senza apporto. Né, in senso opposto, paiono rilevanti le considerazioni di chi (Notari - Giannelli, *op. cit.*, 75) ritiene ammissibile emettere strumenti finanziari senza apporto sulla base dell'art. 2349, comma 2, c.c., nella parte in cui prevede l'emissione gratuita (e dunque, a seguire tale tesi, senza apporto) da parte della società a vantaggio dei propri dipendenti. Si tratta, infatti, di fattispecie *sui generis* che rappresenta un'ipotesi eccezionale di attribuzione gratuita da parte di una società a favore di soggetti terzi diversi dai soci. Peraltro, il comma secondo dell'art. 2349 c.c. dovrebbe essere letto in combinato disposto con il primo comma, in materia di emissione di azioni a favore di prestatori di lavoro. Dalla lettura combinata del primo e del secondo comma dell'art. 2349 c.c., si evince che l'apporto è comunque esistente ed è rappresentato dalla riserva di utili - costituita da parte della società in vista dell'emissione *de qua* - che viene successivamente imputata quale corrispettivo degli strumenti finanziari emessi a favore dei dipendenti (sul punto, cfr. Pisani MassaMormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1281; Cariello - Spolidoro, *Parere sub art. 2349*, in AA.VV., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale*. Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, 1479).

(33) Si pensi, ad esempio, al trasferimento di un immobile da parte del sottoscrittore a fronte dell'attribuzione di uno strumento finanziario "partecipativo" da parte della società. Saremmo in presenza, in tal caso, di una fattispecie assimilabile al contratto di permuta *ex art.* 1552 e ss. c.c. Viceversa, nonostante quanto sostenuto da alcuni Autori (cfr. Magliulo, *op. cit.*, 28; Niccolini e Stagno d'Alcontres, *op. cit.*, I, 266), riteniamo debba escludersi che la causa degli strumenti finanziari "partecipativi" possa essere ricondotta al contratto di società. Mancano, infatti, molteplici elementi caratterizzanti tale tipo contrattuale, quali (i) l'esistenza di un fondo comune, (ii) la titolarità dell'impresa che, nonostante i diritti amministrativi attribuibili ai titolari di strumenti finanziari, non pare possa non essere riferita ai soci e (iii) la stessa configurabilità di un contratto associativo, inteso come contratto avente ad oggetto uno scopo comune, configurandosi, piuttosto, nel caso in esame, un'ipotesi di contratto di scambio (sugli elementi qualificanti del contratto di società, si veda, per tutti, cfr. Abbadessa, *Le disposizioni generali sulle società*, in Rescigno (diretto da), *Tratt. di diritto privato*, XVI, Torino, 1985, 32 e ss.).

#### Note:

(26) In tal senso, Ferri jr, *op. cit.*, 814; Libonati, *op. cit.*, 8.

(27) Galgano - Genghini, *Il nuovo diritto societario*, in Galgano (diretto da), *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, XXIX, 1, Padova, 2006, 234.

(28) Magliulo, *op. cit.*, 28; Miola, *op. cit.*, 267; Stagno d'Alcon-

del “tipo” o dei “tipi” contrattuali cui potrebbe essere ricondotto il rapporto sotteso allo strumento finanziario “partecipativo” potrebbe assumere rilevanza allorquando dovessero rilevarsi dei vuoti di disciplina, non colmabili in forza di quanto previsto (i) dallo statuto, (ii) dalla delibera di emissione ovvero (iii) dall’art. 2346, comma 6, c.c. Così, ad esempio, in caso di trasferimento di bene immobile, a fronte dell’emissione di strumenti finanziari, dovrebbe ritenersi applicabile la disciplina prevista in materia di garanzia per evizione, similmente, peraltro, a quanto stabilito in caso di conferimento a capitale ex art. 2254 c.c., come richiamato, per le s.p.a., dall’art. 2342 c.c.

Ove, viceversa, vengano emessi strumenti finanziari “non partecipativi” saremo in presenza di una fattispecie inquadrabile nei contratti di finanziamento, di volta riconducibile nell’ambito dei contratti di mutuo, di fido bancario o di contratti atipici, con tutte le conseguenze in merito alla disciplina da applicare, in forma integrativa rispetto a quanto già previsto dallo statuto, dagli organi sociali e/o dalla normativa dettata dal Legislatore con riferimento agli strumenti finanziari in parola.

Un’ipotesi particolare, consentita certamente all’autonomia privata, è rappresentata dalla emissione di strumenti finanziari che attribuiscono il diritto al rimborso solo parziale dell’apporto eseguito (34) (di seguito, gli strumenti finanziari “misti”).

Non è da escludere, infatti, che nell’ambito delle concrete modalità di realizzazione dell’operazione sottesa all’emissione di strumenti finanziari, possa ipotizzarsi l’uso di tali strumenti in parte sotto forma di *equity* ed in parte sotto forma di *debt*, con conseguente commistione della causa di finanziamento con quella di scambio.

Anche in tali circostanze, si pone, probabilmente con ancora maggiori difficoltà, l’esigenza di individuare la disciplina concretamente applicabile tra quella dettata (i) per gli strumenti finanziari “partecipativi” e quella (ii) prevista per gli strumenti finanziari «non partecipativi» (35).

*Prima facie*, l’interprete potrebbe essere indotto ad utilizzare le conclusioni cui è da tempo giunta la dottrina civilistica in presenza di contratti misti (36) e, pertanto, ad applicare la teoria c.d. della prevalenza (o dell’assorbimento) (37). Ne deriverebbe l’applicazione dello “statuto” proprio degli strumenti finanziari “partecipativi” ovvero “non partecipativi” a seconda che possa ritenersi prevalente l’uno o l’altro aspetto. Il criterio, tuttavia, nel caso di specie, finirebbe per essere meramente quantitativo.

Infatti, tenuto conto della *summa divisio*, sopra tratteggiata, degli strumenti finanziari tra “partecipativi” e “non partecipativi”, in cui il *discrimen* è rappresentato dalla volontà del sottoscrittore di partecipare al rischio di impresa, o meno, l’unico criterio applicabile nel caso di strumenti finanziari “misti”, per poter desumere la sussistenza di tale volontà di rischio, sarebbe individuabile nell’ammontare della porzione di apporto per il quale non sia previsto il pieno diritto al rimborso a favore del sottoscrittore stesso (38). Conseguentemente, il limite previsto per gli strumenti finanziari “non partecipativi”, ex art. 2411, comma 3, c.c., dovrebbe trovare applicazione solo nelle ipotesi in cui sia previsto che il sottoscrittore di strumenti finanziari “misti” abbia diritto al rimborso del capitale investito nella misura superiore al 50% del complessivo impegno economico dallo stesso assunto in sede di sottoscrizione.

Tuttavia, tale criterio non mi pare possa ritenersi soddisfacente, prestandosi a facili fenomeni elusivi (39). Va ricordato, infatti, che - nella fattispecie *de qua* - vengono (*rectius*, possono venire) in considerazione anche interessi ulteriori rispetto a quelli della società e del singolo sottoscrittore degli strumenti finanziari in parola.

In particolare, si fa riferimento all’interesse degli *stakeholders* e, nello specifico, dei creditori, a che

**Note:**

(34) Unitamente ad una serie di diritti amministrativi e/o patrimoniali propri dell’azionista.

(35) Le conseguenze non sono di poco conto, in particolare con riferimento ai limiti di emissione, come previsto dall’art. 2412 c.c. richiamato dall’art. 2411, comma 3, c.c. per gli strumenti finanziari “non partecipativi”.

(36) Sull’argomento, *amplius*, Roppo, *Il contratto, Trattato di diritto privato*, Iudica - Zatti (a cura di), Milano, 2001, 123.

(37) Per la teoria c.d. della prevalenza, cfr. Sacco, *Autonomia contrattuale e tipi*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1966, 794 e, per la giurisprudenza, *ex multis*, Cass. 22 marzo 1999, n. 2661, in *Contratti*, 1999, 992; Cass. 2 dicembre 1997, n. 12199, in *Giur. it.*, 1998, I, 1, col. 1808; Cass. 25 luglio 1984, n. 4346, in *Mass. giust. civ.*, 1984, 1445.

(38) Così, ad esempio, qualora venga apportata una somma pari a euro 100.000,00, a fronte dell’emissione di strumenti finanziari “misti” che prevedano il diritto al rimborso - entro 1 anno dalla sottoscrizione - del 10% del capitale investito, dovremmo ritenere che sia prevalente il “tipo” strumenti finanziari “partecipativi”, con la conseguenza che non troverebbe applicazione la disciplina di cui all’art. 2411, comma 3, c.c. prevista per gli strumenti finanziari “non partecipativi”.

(39) Si pensi alla emissione di molteplici tipologie di strumenti finanziari “misti”, con previsione di rimborso a favore dei relativi sottoscrittori sempre nella misura del 49%. In tali circostanze, seguendo l’impostazione segnalata, non dovrebbe trovare applicazione il limite di emissione di cui all’art. 2411, comma 3, c.c., con conseguente aggiramento delle esigenze di tutela, in particolare a favore dei creditori sociali, ad esso sottese.

L'attività di impresa si fonda sulla leva del debito piuttosto che su quella più fisiologica dell'utilizzo del capitale proprio dei soci (ovvero dei titolari degli strumenti finanziari "partecipativi").

Una soluzione interpretativa orientata alla tutela degli interessi di tutti i soggetti coinvolti farebbe, pertanto, deporre per l'applicazione della c.d. teoria della combinazione (40) a questo tipo di strumenti finanziari "misti", con conseguente applicazione diretta, in relazione ai vari profili previsti dal singolo strumento finanziario "misto", sia della disciplina prevista (i) per gli strumenti finanziari "partecipativi" che (ii) per gli strumenti finanziari «non partecipativi» (41).

### La disciplina: alcuni aspetti

#### L'organo competente

Quesito di non poco conto, sul piano operativo, è quello avente ad oggetto l'individuazione dell'organo competente all'emissione degli strumenti finanziari *de quibus*.

La tesi prevalente pare essere nel senso di ritenere, in ogni caso, competente l'organo amministrativo, fatta salva l'ipotesi che lo statuto disponga diversamente (42).

Ritengo si possa (e si debba) giungere a conclusioni differenti.

In coerenza con il criterio distintivo tracciato sopra, volto a distinguere tra strumenti finanziari "partecipativi" e strumenti finanziari "non partecipativi", si ritiene opportuno, anche sotto questo profilo, analizzare le due ipotesi separatamente.

Per quanto attiene gli strumenti finanziari "partecipativi" non vi è dubbio che il Legislatore non abbia voluto prendere posizione sul punto.

Le norme cui fare riferimento, in via preliminare, sono rappresentate dagli artt. 2346, comma 6, c.c. e 2349, comma 2, c.c. Quest'ultima prevede che la competenza all'emissione sia dell'assemblea straordinaria. La norma, tuttavia, rappresenta, ad avviso di chi scrive, un'eccezione, configurando un'ipotesi di attribuzione gratuita di risorse sociali a favore di terzi (nel caso di specie, rappresentati dai prestatori di lavoro della società emittente). In quanto ipotesi eccezionale, non pare dunque possa rappresentare il paradigma cui fare riferimento al fine di individuare, in via generale, l'organo legittimato all'emissione di tali tipologia di strumenti finanziari.

Si noti, peraltro, che lo stesso Legislatore sembra essere ben consapevole del carattere eccezionale della disciplina dettata in materia di strumenti finanziari emessi a favore di prestatori di lavoro.

Infatti, il secondo comma dell'art. 2349 c.c. prevede che caso di emissione (gratuita) di strumenti finanziari a favore di prestatori di lavoro non è richiesta una apposita previsione statutaria (43). Viceversa, nel caso di emissione (onerosa) di strumenti finanziari "partecipativi", l'art. 2346, comma 6, c.c. tace in merito all'organo competente, richiedendo, tuttavia, che lo statuto disciplini i vari aspetti concernenti detta emissione. Se ne dovrebbe desumere che il Legislatore, nel prevedere due discipline autonome per quanto attiene le condizioni necessarie all'emissione e l'individuazione dell'organo competente, abbia implicitamente voluto considerare le due ipotesi in modo separato.

Inoltre, il primo comma dell'art. 2349 c.c., volto a disciplinare l'emissione gratuita di azioni a favore dei prestatori di lavoro, richiede sia una espressa previsione statutaria che una apposita delibera straordinaria (44); viceversa, l'art. 2349, comma 2, non presuppone alcuna indicazione statutaria. Tale silenzio, a fronte della chiara indicazione prevista nel primo comma, non può non supporre una volontà tacita del Legislatore di escludere, nel caso di specie, la necessità di un intervento statutario, tenuto conto che, in tal caso, sarebbe stato sufficiente un mero richiamo a quanto sul punto indicato dal-

---

#### Note:

(40) Per la teoria della combinazione, si veda, per tutti, Barbero, *Sistema del diritto privato italiano*, Padova, 2001, 435 e s.

(41) E, pertanto, anche quella del limite all'emissione di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., prendendo a tal fine in considerazione la parte di apporto del singolo sottoscrittore per la quale sia previsto un corrispondente diritto al rimborso.

(42) Sul punto, Luoni, *op. cit.*, 387 e ss. ed Autori ivi citati in nota 159.

(43) Conforme, Spolidoro e Cariello, *op. loc. cit.*

(44) Spolidoro - Cariello, *op. loc. cit.*, i quali, tra l'altro hanno altresì sottolineato l'incongruità di quanto previsto dall'art. 2349, comma 1, c.c. (i.e. emissione gratuita di azioni a favore dei prestatori di lavoro) nella parte in cui prevede la necessità di una delibera straordinaria, preceduta da una apposita previsione statutaria, pur sempre di competenza dell'assemblea straordinaria. Sul punto, si ritiene, in senso opposto, che le ragioni di un tale doppio intervento da parte dell'assemblea straordinaria ("a monte", in sede di statuto ed "a valle", in sede di concreta emissione) possano essere giustificati dalla esigenza di valutare in sede statutaria (e, pertanto, in una fase "statica") l'opportunità di inserire tale facoltà di emissione, ferma la necessità che la medesima assemblea straordinaria - dunque, con *quorum* più elevati di quelli previsti per l'assemblea ordinaria - possa valutare successivamente, in una fase "dinamica", e tenuto conto, pertanto, della concreta situazione in cui versa la società, l'opportunità di emettere tali azioni utilizzando risorse sociali (non si può escludere, infatti, che successivamente all'inserimento di una apposita previsione statutaria, l'assemblea straordinaria possa ritenere non opportuno avvalersi della facoltà di cui alla predetta clausola, pur considerando utile, *pro futuro*, mantenere una tale previsione statutaria).

l'art. 2346, comma 6, c.c. (*ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*).

La netta differenza di disciplina che si ricava dalla comparazione delle norme sin qui richiamate, sembrerebbe, pertanto, far propendere per la soluzione sopra raggiunta: l'art. 2349, comma 2, c.c. non può essere considerato norma di riferimento al fine di individuare l'organo competente alla emissione degli strumenti finanziari in esame rappresentando una ipotesi straordinaria e non può, pertanto, trovare applicazione al di fuori dei casi ivi espressamente contemplati.

Né, in senso opposto, valgono le considerazioni espresse da chi (45) ha affermato che la competenza spettante all'assemblea straordinaria sia giustificata dalla esigenza di tutelare la posizione dei singoli soci, in quanto gli strumenti finanziari "partecipativi" possono attribuire ai relativi titolari «diritti corporativi che interferiscono in misura più o meno significativa con le tipiche posizione degli azionisti». Infatti, gli azionisti sono, in ogni caso, tutelati dal momento che l'art. 2346, comma 6, c.c. (46) prevede la necessità di una apposita clausola statutaria, a monte della relativa emissione, a mezzo della quale disciplinare, tra l'altro, i diritti attribuibili ai titolari degli strumenti finanziari in esame ed imponendo, conseguentemente, un diretto coinvolgimento, in sede statutaria, dei soci stessi.

Neppure, mi pare percorribile, nonostante quanto affermato da alcuni Autori (47), la tesi secondo cui sarebbe rimesso all'autonomia privata - a mezzo di apposita previsione statutaria - l'individuazione dell'organo competente. Tale conclusione, a mio avviso, deve tener conto di due considerazioni, una di carattere sistematico ed una di carattere letterale:

(i) quanto alla prima, è noto che - a seguito della riforma del diritto societario - il rapporto tra l'organo amministrativo e l'assemblea (48) è mutato profondamente, attribuendo netta prevalenza al primo. In particolare, dal combinato disposto degli artt. 2380 *bis* e 2364, n. 5. c.c. si desume chiaramente che tutte le competenze non espressamente attribuite all'assemblea debbano essere riferite, in via residuale, all'organo amministrativo (49);

(ii) l'art. 2483 c.c., avente ad oggetto l'emissione di titoli di debito nelle s.r.l., prevede espressamente che venga rimessa allo statuto la scelta in merito all'organo competente all'emissione (assemblea ovvero organo gestorio). La norma è inserita in un ambito, quello delle nuove s.r.l., caratterizzato da un ampio margine di intervento da parte dell'autonomia statutaria. Al contempo, il Legislatore ha manifestato l'esigenza di esplicitare che la scelta volta

ad individuare l'organo competente debba essere attribuita alla volontà dei soci, a mezzo di espressa previsione statutaria. L'interprete sarebbe, pertanto, indotto a ritenere che una tale formulazione si sarebbe resa *a fortiori* necessaria in un contesto, quale quello delle nuove s.p.a., caratterizzato da una maggiore rigidità rispetto a quello del "tipo" s.r.l. Se ciò non è stato fatto, se ne dovrebbe inferire che il Legislatore abbia voluto escludere una competenza alternativa tra assemblea e organo gestorio, rimettendo a questo ultimo il potere esclusivo di deliberare sul punto, tenuto conto che la tutela dei soci è già assicurata dal fatto che - al fine di poter procedere ad una eventuale emissione di strumenti finanziari "partecipativi" - sia necessario inserire una apposita clausola statutaria volta a disciplinare «le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione» (50). Quanto sin qui indicato, porta a ritenere, pertanto, che l'organo gestorio sia competente, in via esclusiva, in merito all'emissione di strumenti finanziari "partecipativi", trattandosi di un tipico atto gestorio. Ciò non esclude, ovviamente, che lo statuto possa, altresì, prevedere la necessaria autorizzazione assembleare, ai sensi dell'art. 2364, n. 5, c.c. quale condizione per la deliberazione consiliare avente ad oggetto l'emissione in parola.

Così individuate le ragioni in forza delle quali propendere per una competenza esclusiva dell'organo

---

**Note:**

(45) Luoni, *op. cit.*, 388.

(46) A differenza, come segnalato, dell'art. 2349, comma 2, c.c. in tema di emissione di strumenti finanziari "partecipativi" a favore di prestatori di lavoro.

(47) Magliulo, *op. cit.*, 27 e ss.

(48) Per un approfondimento sul tema, si veda, tra i primi lavori in materia, Rescio, *Il sovrano in esilio: riflessioni e problemi in tema di assemblea e decisioni dei soci*, in: AA.Vv., *Studi sulla riforma del diritto societario*, a cura del C.N.N., 2004, I, Napoli, 2003, 230 s.

(49) A conferma di ciò, si noti che il "perimetro" del concetto di gestione, a seguito della Riforma societaria, si è ulteriormente ampliato fino ad attribuire, in presenza di determinate condizioni, all'organo gestorio competenze tradizionalmente di stretta competenza assembleare. Si allude, in particolare, a talune ipotesi di fusione e scissione e alle ulteriori fattispecie di cui all'art. 2365 c.c.

(50) Si noti, infatti, che (i) mentre l'art. 2346, comma sesto, c.c. prevede che lo statuto debba disciplinare «le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione», al contempo, (ii) l'art. 2483 c.c. prevede che lo statuto debba determinare, in merito alla emissione di titoli di debito «gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione» unitamente alla fissazione della "relativa competenza ai soci o agli amministratori».

amministrativo per quanto attiene l'emissione di strumenti finanziari "partecipativi", non pare si pongano particolari problematiche in merito agli aspetti esecutivi della delibera di emissione. Entro i limiti e le condizioni fissati dallo statuto (51), l'organo gestorio potrà in concreto (i) decidere quando procedere all'emissione, in quale misura massima, a chi offrire tali strumenti finanziari "partecipativi", che tipo di apporto richiedere e, in ultimo, (ii) provvedere alla materiale sottoscrizione, a fronte del relativo apporto, di detti strumenti.

Non mi pare, al contempo, vi siano particolari esigenze di forma per quanto attiene le modalità di assunzione della suindicata decisione da parte dell'organo gestorio né, in astratto, possono porsi dubbi in merito all'eventualità che l'organo gestorio deleghi, ex art. 2381, comma 3, c.c., la competenza in materia ad uno o più consiglieri.

Tenderei, viceversa, ad escludere che la delibera in esame possa essere iscritta nel Registro Imprese. In senso opposto, non appaiono rilevanti le argomentazioni di chi (52) ha sostenuto che ciò sia necessario al fine di soddisfare le «esigenze sia dei soci attuali che futuri, del mercato e dei terzi in generale di essere messi a conoscenza di quanti strumenti finanziari di una data categoria effettivamente in circolazione».

Infatti, va rammentato che nel vigente sistema di pubblicità d'impresa si rinviene codificato, nelle disposizioni di cui agli artt. 2188, 2193 c.c. e art. 7, comma 2, lett. b), D.P.R. n. 581/1985, un generale e fondamentale principio di tipicità degli atti soggetti all'iscrizione nel Registro delle imprese (53). In particolare, non sembrano sufficienti a suffragare la suddetta iscrizione della deliberazione di emissione di strumenti finanziari le considerazioni svolte dai medesimi Autori (54) secondo cui essa sarebbe necessaria al fine di soddisfare «le esigenze sia dei soci attuali che futuri, del mercato e dei terzi in generale di essere messi a conoscenza di quanti strumenti finanziari di una data categoria siano effettivamente in circolazione».

Sul punto, è sufficiente richiamare quanto affermato da un recente provvedimento del Tribunale di Varese (55), il quale, nel negare la iscrivibilità di un atto di impresa non contemplato dalla legge, afferma espressamente che «La funzione del sistema di pubblicità d'impresa non può, allo stato attuale della normativa che lo disciplina, identificarsi nell'informazione del mercato sulle vicende dell'impresa, tanto da consentire la pubblicità di qualsiasi vicenda o notizia potenzialmente di interesse per gli operatori economici».

Si pone, pertanto, l'esigenza di verificare in che modo i terzi, intesi come creditori attuali e potenziali, possano venire a conoscenza di una eventuale emissione di strumenti finanziari "partecipativi".

A tal fine soccorre il criterio che è stato definito "dei due poli", segnalato nella prima parte del presente scritto (56), volto ad individuare la disciplina integrativa dei diversi "tipi" di strumenti finanziari, allorquando quella espressamente prevista dal Legislatore non risulti essere sufficiente a tutelare gli interessi che vi sono sottesi.

In particolare, nel caso di strumenti finanziari "partecipativi" dovremo aver riguardo a quanto previsto in materia di azioni, tenuto conto che entrambe le fattispecie sono caratterizzate dalla partecipazione al rischio di impresa.

Conseguentemente, si dovrà prendere in considerazione l'art. 2344, comma 1, c.c., il quale prevede, come noto, che - nei trenta giorni dall'avvenuta sottoscrizione delle azioni di nuova emissione - gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel Registro delle imprese un'apposita attestazione.

La teoria c.d. "dei due poli" consentirebbe l'integrazione, per "assimilazione" ed "attrazione" della normativa dettata in materia di azioni, della disciplina propria prevista in materia di strumenti finanziari "partecipativi", con applicazione analogica, con le dovute differenze legate al differente strumento emesso, dell'art. 2344, comma 1, c.c.

Differente è l'ipotesi in cui si voglia procedere all'e-

**Note:**

(51) Ed, eventualmente, con la delibera autorizzatoria dell'assemblea, ex art. 2364, n. 5, c.c.

(52) Notari - Giannelli, *op. cit.*, 138.

(53) Sul tema, più in generale, cfr. Ferri, *Imprese soggette a registrazione*, in *Comm. Scialoja - Branca*, Sub artt. 2188-2221, Bologna - Roma, 1972. Da ultimo, per la giurisprudenza, Tribunale di Varese 19 luglio 2011 il quale, in via generale, afferma «Il principio di tipicità degli atti soggetti all'iscrizione nel registro delle imprese appare immanente alla stessa funzione pubblicitaria, la quale non tollera incertezza in ordine agli atti da pubblicizzare né ammette mere facoltà di pubblicizzare al di fuori dei casi previsti, pena la compromissione dell'affidamento dei terzi che rischierebbero di veder pubblicizzati atti dei quali si ignorava colpevolmente la soggezione a pubblicità. Essenziale ad ogni sistema di pubblicità è, infatti, la predeterminazione legale degli atti e dei fatti soggetti alla pubblicità stessa, onde consentire ai terzi di conoscere preventivamente quali di essi trovare rappresentati nel pubblico registro. L'iscrizione nel registro di atti e fatti non contemplati espressamente dalla legge deve dunque essere negata». Conforme, tra gli ultimi provvedimenti editi, Trib. Mantova 31 dicembre 2011; Trib. Trento 1 febbraio 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

(54) Cfr. nota 28.

(55) Cfr. nota 51.

(56) Cfr. Par. 2.2. del presente scritto.

missione di strumenti finanziari “partecipativi” convertibili (57).

Si ritiene che in tal caso non soccorra necessariamente, ed esclusivamente, la previsione di cui all’art. 2420 *bis* c.c. ai sensi della quale l’assemblea straordinaria è competente all’emissione di obbligazioni convertibili. La norma, infatti, è stata dettata esplicitamente in materia di obbligazioni convertibili, che si caratterizzano, al pari degli strumenti finanziari “non partecipativi”, per la sussistenza di un diritto intangibile al rimborso dell’apporto eseguito da parte dei relativi sottoscrittori. Nel caso in esame, viceversa, il titolare dello strumento finanziario “partecipativo” partecipa al capitale di rischio della società ed è, pertanto, assimilabile più ad un azionista che ad un creditore, con la conseguenza che la fattispecie in esame e quella prevista dall’art. 2420 *bis* non presentano una identità di situazioni sottostanti tali da giustificare una applicazione analogica.

La fattispecie in esame potrebbe essere assimilata, sul piano civilistico, a quella di un contratto a prestazioni corrispettive avente ad oggetto, tra l’altro, un diritto di opzione di novazione che determina il mutamento del titolo originario: da contratto di scambio a contratto di acquisto delle partecipazioni sociali. Infatti, a seguito dell’esercizio del diritto di opzione, si assisterà all’acquisto del relativo pacchetto azionario e l’apporto (*rectius* il valore patrimonializzato di detto apporto) sarà imputato a titolo di corrispettivo delle azioni così acquistate.

Il riferimento più immediato alla ricostruzione sopra illustrata pare essere quello dei cc.dd. *warrant*, noti alla prassi, sebbene non espressamente disciplinati dal codice civile (58).

Infatti, sia pur nella varietà degli utilizzi sottesi agli strumenti suddetti, anche nel caso dei *warrant* si assiste talora all’attribuzione di un titolo che incorpora un diritto di opzione avente ad oggetto l’acquisto di azioni di una determinata società (59).

In particolare, un Autore, con riferimento alla necessaria contestualità tra emissione di *warrant* e delibera di aumento di capitale “a servizio” in confor-

quanto previsto per le obbligazioni convertibili); al contempo, con riferimento agli strumenti finanziari “partecipativi” convertibili, le conclusioni potrebbero essere difformi. In particolare, sul punto, un Autore (Magliulo, *op. loc. cit.*) ha affermato che tali poste debbano essere iscritte in bilancio come riserve (in generale, sulla ammissibilità di iscrivere una posta di netto dell’apporto dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, allorché non sia previsto un obbligo di rimborso, cfr. Giannelli - Notari, *op. cit.*, 112). Ciò comporterebbe, secondo il pensiero dell’Autore che i titolari degli strumenti finanziari “partecipativi” convertibili avrebbero diritto alla conversione “se” e “nella misura in cui” dette riserve fossero ancora disponibili. In realtà, si ritiene possibile, in virtù dell’autonomia concessa alle parti, estendere alle riserve in parola il medesimo regime applicato dalla dottrina ai versamenti in conto futuro aumento capitale sociale. I relativi Autori ammettono, in tal caso, infatti, che le parti possano imporre un vincolo di destinazione capace di incidere sulla qualificazione giuridica della riserva, in quanto destinata a copertura del futuro aumento di capitale sociale e, pertanto, qualificabile come riserva “targata”. Allo stesso modo, nel caso di strumenti finanziari convertibili potrebbe ammettersi che i valori degli apporti eseguiti dai relativi sottoscrittori confluiscono in una riserva “targata”, in quanto destinata a coprire le azioni emesse a fronte dell’esercizio del diritto di conversione da parte dei sottoscrittori di tali strumenti finanziari. La qualificazione di tali valori quali riserve “targate”, come noto, determinerebbe delle immediate conseguenze sul piano della imputazione delle perdite subite dalla società rispetto a tali riserve, le quali dovrebbe, infatti, intendersi “postergate” nel sopportare le perdite sociali rispetto a tutte le altre riserve (sul punto, per tutti, Portale, *Appunti in tema di versamenti in conto futuri aumenti di capitale eseguiti da un solo socio*, in *Vita not.*, 1994, 587; Olivieri, *I versamenti in conto futuro aumento di capitale in favore degli istituti di credito di diritto pubblico tra legge speciale e diritto comune societario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, II, 207). Ne consegue che il diritto di conversione dei titolari degli strumenti finanziari “partecipativi” convertibili, pur se subordinato all’an della esistenza della (ed al *quantum* di tale esistenza della) riserva “targata”, avrebbe maggior probabilità di poter essere esercitato, in quanto la predetta riserva sarebbe aggredita dalle perdite subite dalla società solo a seguito del venir meno delle altre riserve (ovviamente, secondo l’ordine inderogabile di imputazione delle perdite alle varie riserve che come noto, impone che vengano “abbattute” per prime le riserve facoltative, poi quelle statutarie e, infine, quelle legali. In particolare, la riserva *de qua*, a fronte degli apporti eseguiti dai sottoscrittori dei titolari degli strumenti finanziari in parola, potrebbe essere costituita sotto forma di riserva facoltativa - in quanto così deciso in sede di emissione dei relativi strumenti finanziari “partecipativi” - ovvero statutaria, ove già previsto in statuto, ai sensi dell’art. 2346, comma 6, c.c., potendo rientrare tale aspetto tra il contenuto “facoltativo” ed ultroneo rispetto a quanto stabilito dalla predetta norma).

(58) In tema di *warrant*, si veda (i) per la dottrina, Guerrera, *I warrant azionari nelle operazioni di aumento del capitale*, Torino, 1995; Colla, *I buoni d’opzione o warrant*, in questa *Rivista*, 1985, 64; Chiomenti, *I titoli minori collegati alle azioni e alle obbligazioni: cedole, buoni di opzione e altri*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, I, 223; Marchetti, *Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, in *Riv. not.*, 1003, 233 e ss.; per la, sia pur scarsa, giurisprudenza, Trib. Torino 21 giugno 1994, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, 227 e Genova 28 marzo 2001 e, da ultimo Trib. Milano 11 luglio 2011, in *DeJure*.

(59) La differenza rispetto agli strumenti finanziari “partecipativi” è, in ogni caso, rilevante per quanto attiene (i) la varietà di diritti patrimoniali ed amministrativi che possono essere riconnessi agli strumenti finanziari, (ii) la tipologia di apporti che possono essere eseguiti a seguito dell’emissione di detti strumenti finanziari, (iii) il carattere ontologicamente societario degli strumenti finanziari “partecipativi”, se è vero che la relativa disciplina deve essere espressamente inserita nello statuto.

#### Note:

(57) Gli strumenti finanziari convertibili pongono, peraltro, un interessante spunto di riflessione per quanto concerne la iscrizione in bilancio del valore degli apporti eseguiti dai sottoscrittori a seguito della relativa emissione di tali strumenti. Infatti, per quanto riguarda gli strumenti finanziari “non partecipativi”, stante il diritto dei relativi titolari al rimborso incondizionato di quanto originariamente apportato, non pare vi possano essere dubbi sulla iscrivibilità di tali valori al passivo del bilancio (similmente a

mità a quanto disposto dall'art. 2420 bis c.c., ha correttamente affermato che la predetta norma non possa essere considerata espressione di un principio sistematico di insostenibilità della emissione (attuale) di titoli capaci di produrre l'acquisto di azioni allo stato non deliberate; e ciò in quanto «l'esigenza di contestualità (prevista dall'art. 2420 bis, N.d.A.) appare essere affermata per motivi di mera protezione degli interessi dell'obbligazionista e, non in nome di un principio, quale sopra accennato, della cui valenza è lecito dubitare fortemente» (60), concludendo nel senso di ritenere accettabile che le delibere di emissione di *warrant* non vengano assistite da una precedente, o contestuale, delibera di aumento di capitale sociale da porre “a servizio” di tale emissione.

In considerazione di una certa assimilazione tra *warrant* e strumenti finanziari “partecipativi”, si ritiene che le conclusioni raggiunte in materia di *warrant* possano senz'altro trovare applicazione anche nel caso di strumenti finanziari «partecipativi» (61).

Conseguentemente, non pare possa essere escluso - in conformità a quanto disposto dallo statuto - che l'organo gestorio proceda all'emissione di tali strumenti, senza la contestuale delibera assembleare di aumento del capitale sociale “a servizio”.

Appare, peraltro, evidente che, laddove non venga in concreto assunta tale delibera “a servizio”, entro il termine a partire dal quale i titolari degli strumenti finanziari in parola risultino legittimati a far valere il proprio diritti di conversione, si determinerà un'ipotesi di inadempimento a carico della società emittente, probabilmente con annessi profili di responsabilità da parte dell'organo gestorio, stante l'assunzione di una decisione (i.e. l'emissione degli strumenti convertibili), in assenza di una preventiva o contestuale deliberazione assembleare di aumento del capitale sociale (62).

Peraltro, la delibera di aumento in parola potrebbe non essere necessaria allorché la società emittente gli strumenti finanziari “partecipativi” convertibili detenga in portafoglio azioni proprie. In tal caso, sarebbe sufficiente una delibera autorizzatoria con la quale porre “a servizio” dell'emissione dei predetti strumenti finanziari “partecipativi” le azioni detenute da parte della stessa società emittente, ai sensi dell'art. 2357 c.c.

Anche nel caso di specie, e per le regioni suesposte, non sarà richiesta una stretta contestualità, o addirittura anteriorità, della suindicata delibera autorizzatoria rispetto alla decisione avente ad oggetto l'emissione degli strumenti finanziari “partecipativi”

convertibili in esame. Al contempo, sul piano civilistico (63), pare non possa essere esclusa del tutto l'eventuale applicazione degli artt. 1478 e 1479 c.c., in tema di vendita di cosa altrui. Conseguentemente, laddove a seguito dell'esercizio del diritti di conversione, l'assemblea dei soci non dovesse aver deliberato, il titolare dello strumento finanziario “partecipativo” potrà vantare il diritto al risarcimento dei danni subiti, nei confronti della società, e quello alla risoluzione del contratto.

Diverso approccio dovrà essere seguito con riferimento all'ipotesi di strumenti finanziari “non partecipativi”. In tal caso, l'individuazione dell'organo competente dovrà avvenire in forza dello “statuto” proprio delle obbligazioni, secondo quanto previsto dall'art. 2411, comma 3, c.c. La norma, infatti, avente ad oggetto, come detto sopra, la *species* degli strumenti finanziari “non partecipativi” richiama espressamente la disciplina delle obbligazioni (64).

**Note:**

(60) In tal senso, Zabban, *Studio CNN n.4-2006/I*, In tema di *warrant*, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 24 marzo 2006, 6.

(61) Nei *warrant*, così come in presenza di strumenti finanziari “partecipativi”, il corrispettivo, eventualmente versato a fronte della sottoscrizione di tali strumenti, infatti, è effettuato in conto patrimonio ovvero, in conto del versamento a liberazione delle azioni eventualmente sottoscritte, a seguito dell'esercizio del diritto, rispettivamente, di opzione (*warrant*) ovvero di conversione (strumenti finanziari “partecipativi”). Per tali conclusioni, relativamente ai due istituti giuridici qui in esame, si veda - relativamente ai *warrant* - Zabban, *op. cit.*, 2 e - relativamente agli strumenti finanziari “partecipativi” - Magliulo, *op. cit.*, 70 e ss.).

(62) Nello stesso senso, per quanto attiene la medesima vicenda, nel caso di emissione di *warrant*, cfr. Zabban, *op. cit.*, 6. Civilisticamente, potrebbe discutersi se sia in presenza di una ipotesi di vendita di cosa futura, ex art. 1472 c.c. Ne conseguirebbe, in caso di esercizio del diritto di conversione per l'acquisto delle azioni della società emittente, laddove la delibera “a servizio” non fosse stata già assunta, la nullità (sopravvenuta) del relativo strumento finanziario, ai sensi dell'art. 1472, comma secondo, c.c.; a meno non si voglia qualificare lo strumento convertibile quale contratto aleatorio, con la conseguente applicazione di quanto previsto dall'art. 1472, comma secondo, c.c. (si noti, sul punto, che i *warrant* sono stati qualificati quali contratti aleatori dalla più recente giurisprudenza. Cfr. Trib. Ivrea 1 settembre 2005, in *Giur. it.*, 2005, 2296, confermato da App. Torino 6 febbraio 2008, *ivi*, 2009, 1448).

(63) Sia pur con tutti i limiti che derivano dal rapporto di immedesimazione organica che lega i componenti dell'organo gestorio alla società emittente.

(64) Si tratta, evidentemente, di una tipica ipotesi di disciplina “per derivazione”. Su tale tecnica legislativa, e sulle ricadute in termini applicativi, sia pur con riferimento al diverso ambito della *governance* societaria, si veda *amplius* Cariello, *La disciplina “per derivazione” del sistema di amministrazione e controllo “dualistico” (disposizioni di richiamo e di rinvio nel nuovo diritto delle società per azioni non quotate)*, in *Riv. soc.*, 2005, 36 e ss.

La competenza all'emissione sarà, pertanto, dell'organo amministrativo, fatta salva l'ipotesi in cui lo statuto non disponga diversamente (65).

Inoltre, in presenza di strumenti finanziari "non partecipativi" convertibili, dovrà ritenersi applicabile, in via diretta e non analogica, stante il suddetto richiamo contenuto nell'art. 2411, comma 3 alla disciplina delle obbligazioni, l'art. 2420 bis c.c., con conseguente competenza dell'assemblea straordinaria e delle procedure ivi previste relativamente alla necessaria contestualità tra emissione di strumenti finanziari "non partecipativi" e deli-

bera di aumento del capitale società "a servizio" di detta emissione.

**Nota:**

(65) In sede di riforma è prevalsa la tesi che riconduce l'emissione di obbligazioni agli atti di gestione dell'impresa, non diversamente dalle altre forme di indebitamento di per sé rimesse all'organo amministrativo, al fine di rendere più agile il funzionamento della società nell'ambito delle operazioni di emissione di obbligazioni (Brancadoro, AA.VV., *Società per azioni (artt. 2410-2447 c.c.)*, in Lo Cascio (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 931). Si noti, peraltro, che la Legge delega prevedeva chiaramente la necessità che, in sede di attuazione, si desse maggior spazio all'autonomia statutaria al fine di individuare l'organo competente.

**LIBRI**

Disponibile anche in E-BOOK



## Trust e crisi d'impresa

Angelo Busani, Cristina Fanara, G. Ottavio Mannella

La riforma della legge fallimentare ha significativamente mutato gli equilibri che a lungo avevano caratterizzato i rapporti tra privati e organi giurisdizionali nella gestione della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Il volume illustra le ragioni che rendono il trust (e, in generale, i negozi di destinazione) uno strumento di rilevante utilità per la prevenzione e il governo della crisi dell'impresa e dell'insolvenza. Nello specifico, si analizzano il trust "pre-concorsuale", quello definito come "puramente liquidatorio", il trust "endo-concorsuale", ed infine, il trust c.d. "fallimentare", vale a dire quello istituito dagli organi della procedura nell'ambito del fallimento per accelerarne la chiusura.

Una trattazione a parte è stata riservata al ruolo che i negozi di destinazione possono svolgere nell'ambito dei nuovi procedimenti di composizione della "crisi da sovraindebitamento" di cui alla legge 27 gennaio 2012, n. 3.

Per concludere sono state tratteggiate

anche le alternative "domestiche" al trust (ovvero quelle di "diritto interno").

Sono stati infine esaminati anche i risvolti fiscali dei vari istituti.

Gli Autori, forti della loro esperienza professionale in quest'area, sono riusciti a coniugare rigore scientifico e aspetti pratici, offrendo così agli operatori del diritto una guida che possa dapprima orientarli nella scelta dello strumento più idoneo per la soluzione della crisi d'impresa e, successivamente, nella sua attuazione pratica e redazionale.

*Ipsoa* 2013, pagg. 384,  
€ 42,00

Codice: 139172

ISBN: 978-88-217-4165-4

**Per informazioni e acquisti**

• **Servizio Informazioni Commerciali**

(tel. 02.82476794 – fax 02.82476403)

• **Agente Ipsoa di zona** ([www.ipsoa.it/agenzie](http://www.ipsoa.it/agenzie))

• **<http://www.shopwki.it>**