

## DECLARATORIA SULLA TESI DI DOTTORATO

Il sottoscritto

COGNOME | **GARAVELLI** |

NOME | **MARCO** |

Matricola di iscrizione al Dottorato | **1278209** |

Titolo della tesi:

| **Strumenti finanziari partecipativi: margini di flessibilità e limiti di utilizzo** |

|

Dottorato di ricerca in | **Diritto dell'impresa** |

Ciclo | **XXVII** |

Tutor del dottorando | **Chiar.mo Prof. Filippo Annunziata** |

Anno di discussione | **2016** |

### DICHIARA

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

- 1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, n. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;
- 2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999, n. 224, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;
- 3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);
- 4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto

dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:

- tesi di dottorato **Strumenti finanziari partecipativi: margini di flessibilità e limiti di utilizzo;**
  - di **Garavelli Marco;**
  - discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno **2016;**
  - la tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;
- 5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviate ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;
- 6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- 7) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo.

Data **31 gennaio 2016**

COGNOME	<b>GARAVELLI</b>
NOME	<b>MARCO</b>

## **INDICE**

<b>ABSTRACT</b> .....	7
-----------------------	---

### **INTRODUZIONE**

1.- Gli strumenti finanziari partecipativi: un lemma ricorrente nell'ultimo decennio.....	9
2.- La disciplina positiva degli strumenti finanziari partecipativi: normativa lacunosa, o favorevole all'autonomia privata? .....	16
3.- Il piano di indagine.....	24

### **CAPITOLO 1**

#### **GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI**

##### **NELLA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ**

1.- Il posizionamento degli SFP nella struttura finanziaria della società: uno sguardo d'insieme.....	29
2.- La tendenza al superamento delle rigidità della disciplina del capitale sociale. ....	30
2.1.- Le origini del dibattito.....	30
2.2.- Le funzioni tradizionalmente assegnate al capitale sociale e le relative critiche.....	36
2.3.- I frutti del dibattito: s.p.a a struttura finanziaria "variegata" e s.r.l. (quasi) senza capitale .....	44

### **CAPITOLO 2**

#### **LA FATTISPECIE**

##### **DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI**

1.- La ricostruzione di una fattispecie normativa degli SFP. ....	57
2.- La tesi della "neutralità causale", con applicazione analogica dell'art 2412 cod. civ. ....	65

3.- La tesi della “neutralità causale”, con applicazione diretta, nei limiti della compatibilità, dell’art. 2412 cod. civ. ....	71
4.- La tesi “monista” degli SFP quali strumenti sottoposti alla “disciplina generale” delle obbligazioni o, addirittura, quali “titoli di debito”.....	73
5.- La tesi “monista” degli SFP quali strumenti (solo) “di patrimonio netto”.....	75
6.- Considerazioni sulle posizioni espresse in dottrina e una proposta ricostruttiva. ....	76

### **CAPITOLO 3**

#### **I DIRITTI ATTRIBUIBILI AGLI SFP**

##### **(DECLINAZIONI APPLICATIVE DELL’ISTITUTO)**

1.- Premessa metodologica. ....	103
2.- Il campione esaminato di statuti e regolamenti di emissione di SFP.....	105
3.- Le possibili funzioni degli SFP.....	106
4.- L’apporto a fronte del quale può avvenire l’emissione di SFP.....	111
5.- Il diritto al rimborso dell’apporto. ....	114
6.- La rappresentazione contabile dell’apporto e l’incidenza delle perdite. ....	116
7.- La competenza per l’emissione degli SFP. ....	120
8.- Il regime di circolazione. ....	125
9.- La convertibilità degli SFP in azioni.....	127
10.- I diritti amministrativi. ....	128
10.1.- Le prerogative amministrative diverse dal diritto di voto. ....	129
10.2.- Il diritto di voto.....	131
10.3.- Il potere di nomina di un componente dell’organo amministrativo o di controllo. .	140
11.- I diritti patrimoniali. ....	143
12.- I diritti c.d. misti (recesso e opzione). ....	145

**APPENDICE**

**SINTESI DELLE PRINCIPALI CARATTERISTICHE**

**DI VENTITRÉ EMISSIONI DI SFP**

<b>Tabella 1</b> – Caratteristiche generali.....	153
<b>Tabella 2</b> – Apporto, trattamento contabile e incidenza delle perdite.....	156
<b>Tabella 3</b> – Profili patrimoniali e durata degli SFP.....	160
<b>Tabella 4</b> – Profili amministrativi.....	165
<b>Tabella 5</b> – Regime di circolazione e altre caratteristiche rilevanti .....	170
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	177
<b>GIURISPRUDENZA CITATA</b> .....	197



## ***ABSTRACT***

L'istituto degli strumenti finanziari partecipativi, nel momento della sua introduzione nell'ordinamento, ha costituito la risposta del legislatore all'esigenza di ampliare le possibili forme di finanziamento dell'impresa esercitata in forma di società per azioni. L'istituto si è poi rivelato uno dei più flessibili nell'attuale diritto societario: a livello normativo, oltre che nelle norme sulle società per azioni, esso compare nella disciplina della privatizzazione di società a partecipazione statale, è una delle possibili nuove "vesti" delle c.d. *golden shares*, costituisce una forma di finanziamento delle s.r.l. dotate dei requisiti di "start-up innovative", "incubatori certificati" e "PMI innovative", compare nella disciplina delle società di investimento a capitale fisso (SICAF); a livello pratico, invece, è stato spesso utilizzato, anziché per agevolare la crescita delle imprese, nell'ambito di operazioni di ristrutturazione del loro indebitamento.

Nel presente lavoro si esamina l'istituto in questione sia al fine di ricostruirne una "fattispecie" unitaria, sia per individuarne la disciplina. Stante la menzionata flessibilità degli strumenti finanziari partecipativi, si è posta particolare attenzione ai limiti non travalicabili dall'autonomia privata nella declinazione statutaria dell'istituto.

Nel primo capitolo si è cercato di contestualizzare il tema nel più ampio quadro della struttura finanziaria delle società di capitali, in particolare alla luce dell'apparente tendenza alla "svalutazione" del ruolo del capitale sociale nell'attuale ordinamento.

Nel secondo capitolo ci si è soffermati sulla ricostruzione della "fattispecie" degli strumenti finanziari partecipativi, specialmente nell'ottica di un confronto tra questi ultimi e i titoli "para-obbligazionari" di cui all'art. 2411, co. III, cod. civ., giungendo peraltro ad elaborare una proposta interpretativa secondo la quale - in estrema sintesi - il carattere distintivo degli strumenti finanziari partecipativi sarebbe costituito dall'assenza di un diritto al rimborso dell'apporto in favore del relativo sottoscrittore. Per queste ragioni, si è concluso nel senso che non siano ad oggi ammissibili nell'ordinamento i c.d. *voting bonds*.

Nel terzo capitolo si sono passate in rassegna le principali questioni attinenti la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi, giovandosi anche dell'osservazione della relativa prassi applicativa. A questo fine sono stati esaminati gli statuti di ventitré società che hanno emesso strumenti di tal genere e, per ciascuna delle questioni riguardanti la loro disciplina si sono, tra l'altro, poste a confronto le opinioni della dottrina, da una parte, e le soluzioni adottate nella prassi, dall'altra.



## INTRODUZIONE

### **1.- Gli strumenti finanziari partecipativi: un lemma ricorrente nell'ultimo decennio.**

L'istituto degli strumenti finanziari partecipativi (nel prosieguo anche solo "SFP") è stato introdotto nell'ordinamento italiano dalla riforma del diritto societario del 2003 con una previsione, dettata al comma VI dell'art. 2346 cod. civ., che, in sintesi, stabilisce solo che "[r]esta salva la possibilità che la società [...] emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi [...]".

Nonostante le parole iniziali della disposizione ("[r]esta salva") suggeriscano di leggere la disposizione come una mera *conferma* di un dato già assodato e benché l'estensione del suo contenuto precettivo (poco più dettagliato di quanto appena citato) sia decisamente limitata, la norma in questione ha costituito una tra le principali novità della riforma.

Come noto, la locuzione "strumenti finanziari partecipativi" compare solamente una volta nel codice civile, e neppure nel testo di una disposizione; infatti, essa è contenuta nella rubrica della sezione V del capo V del titolo V del libro V del codice ("*Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi?*"). Nonostante ciò, nel linguaggio dei commentatori gli SFP sono univocamente riferiti alla fattispecie prevista nell'art. 2346, co. VI, cod. civ.

In prima battuta, volendo utilizzare un'espressione di sintesi, si può affermare che si tratta di una forma di canalizzazione di investimenti verso la produzione d'impresa, non rivolta ad incrementare la misura del capitale sociale, che consente l'attribuzione all'investitore di diritti patrimoniali e/o amministrativi, la cui estensione e le cui modalità di esercizio sono determinati dallo statuto sociale.

Prima di tentare di fornire un'analisi dell'istituto, considerando che sono ora trascorsi poco più di dieci anni dalla sua introduzione, sembra più utile cercare di collocare la fattispecie degli SFP nel contesto normativo e, per quanto possibile, applicativo nel corso di questo decennio.

La legge 3 ottobre 2001, n. 366 - ossia la legge delega dalla quale ha tratto origine la "riforma organica" della disciplina delle società di capitali, poi attuata con il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6 - non menzionava gli strumenti finanziari partecipativi, ma si limitava ad indicare al

legislatore delegato la necessità di consentire alle società per azioni “*l’acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell’attività sociale*” (1).

L’indicazione del legislatore delegante è stata ovviamente accolta positivamente dai commentatori, stante la notoria esigenza di superare la strutturale debolezza finanziaria delle imprese italiane, in quanto eccessivamente dipendenti dal credito bancario (2).

Pressoché contestualmente all’approvazione della riforma del diritto societario, quando la figura degli SFP ha preso forma, l’attenzione di molti autorevoli commentatori si è concentrata su di essa (3). La dottrina si è ampiamente interrogata sulla collocazione sistematica e sulla disciplina dell’istituto, ma una delle poche notazioni condivise dagli osservatori è stata la considerazione che il legislatore si è limitato a tratteggiare solo alcuni elementi di disciplina positiva, attribuendo così un ampio spazio di manovra alla autonomia privata, investita della possibilità di declinare variamente l’istituto stesso (4).

A dispetto dell’ampia attenzione rivolta agli SFP dalla dottrina, il confronto tra le varie opinioni non consentiva di individuare un nucleo di conclusioni condivise. Invero, se nel 2003 la premessa delle analisi che venivano svolte era nel senso che “*la nuova categoria degli strumenti finanziari partecipativi è tratteggiata sul piano della fattispecie, da poche indicazioni, che a stento consentono di intravederne i confini, ed è oggetto di un impianto disciplinare forse ancora più scarno*” (5), anche negli anni successivi gli

---

(1) Si fa riferimento all’art. 4, co V, lett. a) della legge 3 ottobre 2001, n. 366.

(2) Cfr. G. FORESTIERI, *Il nuovo diritto societario e le prospettive della finanza aziendale*, in P. Benazzo - S. Patriarca - G. Presti (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003, 273 ss., il quale si mostrava tuttavia scettico rispetto all’idoneità degli strumenti posti a disposizione delle imprese dal legislatore della riforma societaria con riguardo al fine perseguito.

(3) M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 382 ss., in part. a p. 385 riferisce addirittura di una “*urgenza, avvertita con immediatezza dai commentatori, di ricostruire il quadro tipologico e regolamentare di riferimento*”, che peraltro costituirebbe il “*segnale più evidente*” del fatto che i “*dati codicistici sono quanto mai di difficile lettura*”.

(4) Cfr. le notazioni di F. D’ALESSANDRO, “*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*”. *Overo: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 38, che osserva: “*è fuor di dubbio che la riforma, lo proclama essa stessa a gran voce, marci e voglia marciare dietro la bandiera dell’autonomia privata. Essa infatti dichiaratamente si propone di favorire l’efficienza e il libero sviluppo delle potenzialità imprenditoriali del paese, rimuovendo allo scopo ogni ostacolo che non appaia assolutamente necessario e premiano la deregulation piuttosto che il garantismo*”. M. RESCIGNO, *Nuove categorie di azioni e di strumenti partecipativi: legge, mercato e problemi in evoluzione*, negli *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall’istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, Quaderno Giuridico Consob n. 9, ottobre 2015, 183, individua una delle “*linee ispiratrici originarie della riforma*” nella “*decisa apertura all’autonomia negoziale che si coglieva, principalmente, nell’abbandono del principio di tipicità [e] nell’apertura a strumenti di raccolta di capitale di rischio alternativi alle azioni, dotato di diritti patrimoniali o amministrativi*”.

(5) M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 545.

SFP venivano indicati come una “*categoria intermedia*” tra azioni e obbligazioni, “*dai contorni ancora sfuggenti?*” <sup>(6)</sup>. Come si vedrà, le considerazioni più diffuse tra i commentatori non sono molto diverse neppure oggi <sup>(7)</sup>, ma conviene procedere con ordine.

Non si ha notizia di applicazioni pratiche dell’istituto nei primi anni successivi all’introduzione: sembra lecito ipotizzare che le poche certezze fornite dalla dottrina (e ovviamente, prima ancora, dal legislatore) non consentissero di familiarizzare sufficientemente con questa nuova fattispecie <sup>(8)</sup>.

Mentre, quindi, i privati sembra che non fossero ancora in condizione di far ricorso all’emissione di SFP, il legislatore, nella legge finanziaria per l’anno 2006, ha utilizzato nuovamente il lemma “strumenti finanziari partecipativi”, a prima vista per prevederne un’ipotesi particolare di utilizzo. La legge 23 dicembre 2005, n. 266, all’art. 1, comma 381, ha stabilito infatti che le società partecipate in misura rilevante dallo Stato “*possono prevedere l’emissione di strumenti finanziari partecipativi, ai sensi dell’articolo 2346, sesto comma, del codice civile*” (oppure la creazione di categorie speciali di azioni), con certe prerogative descritte nei commi successivi della stessa disposizione, il tutto “[a]l fine di favorire i processi di privatizzazione e la diffusione dell’investimento azionario” <sup>(9)</sup>.

L’esame complessivo delle disposizioni in questione fa comprendere che, in realtà, ci si trova di fronte ad una figura “speciale” di SFP, retti da una disciplina in parte derogatoria a quella del codice civile <sup>(10)</sup>. Tuttavia, ciò che qui si intende segnalare è il fatto che nel 2005, allorché il

---

<sup>(6)</sup> U. TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143. *Ex multis*, v. anche U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, il quale, a p. 1093, osserva che i “contorni [dell’istituto degli SFP sono] ancora sfuggenti sia per quanto attiene al profilo della delimitazione della fattispecie che a quello della ricostruzione della disciplina”.

<sup>(7)</sup> Basti considerare le affermazioni di M. LIBERTINI - A. MIRONI - P.M. SANFILIPPO, commento *sub* art. 2346, in F. d’Alessandro, *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Padova, 2010, vol. II, t. I, 235, secondo i quali “la mancanza di una disciplina dispositiva (pur essendo probabilmente voluta, nel testo dell’art. 2346 c.c.) costituisce indubbiamente un errore di tecnica legislativa”, tale da creare decisivi “ostacoli al successo dell’istituto”.

<sup>(8)</sup> Come confermato da A. BUSANI - M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Società*, 2011, 925; cfr. anche A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 412.

<sup>(9)</sup> In argomento, v. F. SANTONASTASO, *Dalla “golden share” alla “poison pill”: evoluzione o involuzione del sistema? Da una prima lettura del 381°-384° comma dell’art. 1 l. 23 dicembre 2005, n. 266*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 383 ss. V. anche G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 1 ss.

<sup>(10)</sup> In estrema sintesi, le principali peculiarità degli SFP di cui alla legge n. 266/2005 sono le seguenti: (i) l’“assemblea speciale dei relativi titolari [ha] il diritto di richiedere l’emissione, a favore dei medesimi, di nuove azioni, anche al valore nominale, o di nuovi strumenti finanziari partecipativi”; (ii) gli SFP sono muniti di diritti di voto

legislatore ha inteso agevolare la privatizzazione di imprese partecipate dallo Stato incidendo sul diritto societario, ha nuovamente fatto ricorso alla figura degli SFP, espressamente richiamando la fattispecie codicistica.

Successivamente, nel 2008, il legislatore si è trovato ad intervenire in materia di *golden share* in società partecipate dallo Stato o da enti pubblici, con lo scopo di creare un'infrastruttura societaria che rendesse compatibile con i principi comunitari di libertà di stabilimento e di libera circolazione dei capitali l'esercizio di poteri di controllo da parte dello Stato (o di altri enti pubblici) su società dagli stessi partecipate, in misura più che proporzionale rispetto all'entità della partecipazione stessa. Le ragioni dell'intervento vanno ricondotte alla necessità di ottenere la chiusura di una procedura d'infrazione comunitaria allora pendente <sup>(11)</sup>, oltre che di adeguarsi alla decisione della Corte di Giustizia sul caso Federconsumatori/A.E.M. S.p.A. <sup>(12)</sup>, riguardante in specie i poteri di nomina di alcuni degli amministratori della stessa A.E.M. S.p.A. da parte del Comune di Milano, nella quale si è ritenuto il previgente art. 2449 cod. civ. non conforme all'art 56 del Trattato delle Comunità Europee (oggi art. 63 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea) nella misura in cui consentiva al socio pubblico di “*godere di un potere di controllo sproporzionato rispetto alla sua partecipazione nel capitale*” della società partecipata <sup>(13)</sup>. Ebbene, nel contesto di un intervento adottato con urgenza, ossia l'art. 13 della legge 25 febbraio 2008, n. 34, il legislatore, sostituendo l'art. 2449 cod. civ., ha sancito che, mentre nelle società “chiuse” (*i.e.* che non facciano ricorso al mercato del capitale di rischio) lo statuto può attribuire al socio pubblico un diritto di nomina extra-assembleare di amministratori e sindaci, invece nelle società “aperte” “*si applicano le disposizioni del sesto comma dell'art. 2346*”. Oltre a ciò, resta salva la possibilità che i diritti amministrativi siano attribuiti al socio pubblico tramite l'emissione di una categoria speciale di azioni.

---

nell'assemblea ordinaria e straordinaria; (iii) “*possono essere emessi a titolo gratuito a favore di tutti gli azionisti ovvero, a pagamento, a favore di uno o più azionisti, individuati anche in base all'ammontare della partecipazione detenuta*”.

(11) F. GHEZZI - M. VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. soc.*, 2008, 668 *ss.*, a p. 674, nt. 14 indicano che si tratta della procedura n. 2104/2006, avviata dalla Commissione Europea nei confronti dello Stato italiano per violazione dell'art. 56 del Trattato.

(12) Corte di Giustizia, sentenza 6 dicembre 2007, C-463/04 e C-464/04, *Federconsumatori, Adiconsum, ADOC, Ercole Pietro Zucca e Associazione Azionariato Diffuso dell'A.E.M. S.p.A., Filippo Cuccia, et al. contro Comune di Milano*. V. in proposito I. DEMURO, *L'incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex art. 2449 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 581 *ss.*

(13) Corte di Giustizia, sentenza 6 dicembre 2007, *cit.* (*supra*, nt. 12), al par. 20.

Sebbene, a prima lettura, la previsione dell'applicabilità dell'art. 2346, co. VI, cod. civ. possa apparire sostanzialmente inutile, perché ripetitiva di un dato di per sé ovvio (stante la natura azionaria della società in questione), la disciplina transitoria che ha accompagnato l'introduzione del nuovo art. 2449 cod. civ. ne fa comprendere il reale significato. Il secondo comma dell'art. 13, legge n. 34/2008 ha infatti stabilito che, entro otto mesi dalla sua entrata in vigore, il consiglio di amministrazione delle società "aperte" e nelle quali lo Stato, o altro ente pubblico, abbia diritto di nominare uno o più amministratori, avrebbe dovuto adeguare lo statuto "*prevedendo che i diritti amministrativi siano rappresentati da strumenti finanziari, non trasferibili e condizionati alla persistenza della partecipazione dello stato o dell'ente pubblico, ai sensi dell'art. 2346, sesto comma, del codice civile*". Qualora il termine di otto mesi fosse scaduto senza che lo statuto fosse stato adeguato in tal senso, le clausole che attribuissero al socio pubblico diritti amministrativi avrebbero perso efficacia.

Da ciò si comprende, allora, che l'emissione di SFP costituisce la via "principale" tramite la quale consentire, ai sensi dell'art. 2449 cod. civ., al socio pubblico di società "aperte" di esercitare il diritto di nomina di un componente (e forse anche più di un componente) <sup>(14)</sup> degli organi di amministrazione e controllo. Non si tratta dell'unica possibilità concessa dall'ordinamento, essendo consentita anche la creazione di una categoria speciale di azioni, ma la norma transitoria sopra ricordata menziona solo gli SFP, sicché si potrebbe concludere che essi rappresentano il "veicolo" di più immediato utilizzo per garantire la continuità dei diritti speciali. Tant'è vero che il legislatore ha attribuito al consiglio di amministrazione, *ex lege*, la competenza a modificare lo statuto al fine di consentire l'emissione di SFP <sup>(15)</sup>.

Verosimilmente, la ragione per cui il legislatore ha ritenuto di indicare gli SFP (e le azioni di categoria) quale "veicolo" per l'assegnazione di diritti speciali risiede nella volontà di "*riconduurre, per quanto possibile, i poteri speciali ad istituti di diritto comune*", in conformità all'approccio comunitario in tema di *golden share* <sup>(16)</sup>. Ciò posto, rimane invero dubbio se anche in questo caso, come in quello della legge n. 266/2005, il legislatore pur avendo fatto uso del lemma "strumenti finanziari

---

<sup>(14)</sup> Sul punto si veda F. GHEZZI - M. VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, cit. (*supra*, nt. 11), alle pp. 705-707.

<sup>(15)</sup> Il menzionato art. 13 della legge 25 febbraio 2008, n. 34 stabilisce che il C.d.A. "adeguava lo statuto": la formulazione della disposizione, per un verso, non conferiva alcuna discrezionalità all'organo amministrativo e, per altro verso, richiama alla memoria una delle competenze dell'assemblea straordinaria delegabili per statuto all'organo amministrativo stesso, ai sensi dell'art. 2365, co. II, cod. civ. Di conseguenza, la norma transitoria in questione appare una "delega" diretta del legislatore agli amministratori.

<sup>(16)</sup> F. GHEZZI - M. VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, cit. (*supra*, nt. 11), a p. 705.

partecipativi”, espressamente richiamando l’art. 2346, co. VI, cod. civ., abbia in realtà coniato una ulteriore *species* di strumenti finanziari, appartenente ad un più ampio *genus*.

Proseguendo con questo breve *excursus* sul ricorso da parte del legislatore al “lemma” – se non addirittura alla fattispecie – degli SFP, occorre ricordare che nel 2012 il legislatore, intervenendo nuovamente sulla disciplina dei mezzi di finanziamento delle società, con il Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 (anche noto come Decreto Sviluppo *Bis*) ha esteso alle “*start-up* innovative” e agli “incubatori certificati” la possibilità di “*emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi*”, “*a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi*”.

La norma in questione, per quanto abbia un ambito applicativo ridotto e oltretutto sia stata introdotta con una disposizione - l’art. 26 del menzionato D.L. n. 179/2012 - rubricata “*Deroga al diritto societario [...]*”, con ciò non agevolando, almeno ad una prima lettura, una ricostruzione sistematica dell’innovazione normativa <sup>(17)</sup>, ha, di fatto, il primario effetto di estendere anche alle società a responsabilità limitata la possibilità di emettere strumenti finanziari che richiamano chiaramente alla memoria gli SFP di cui all’art. 2346, co. VI, cod. civ. <sup>(18)</sup>.

Del resto, tanto le “*start-up* innovative”, quanto gli “incubatori certificati”, altro non sono che società di capitali - seppur dotate di certe caratteristiche - che possono dunque avere tanto forma di società per azioni, quanto a responsabilità limitata o in accomandita per azioni, come pure cooperative. Poiché il menzionato art. 26, co. VII, D.L. n. 179/2012 non pare introdurre elementi di disciplina divergenti dall’art. 2346, co. VI, cod. civ., la vera novità sembra risiedere proprio nell’ampliamento alle s.r.l. della possibilità di emettere strumenti finanziari “*forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi*”: strumenti cioè che già solo per coerenza linguistica con la disciplina della s.p.a. potrebbero essere definiti “partecipativi”.

---

<sup>(17)</sup> La possibilità di avvalersi delle “deroghe” in parola è legata alla sussistenza dei presupposti per la qualificazione come “*start-up* innovativa” o “incubatore certificato” (art. 31, co. IV, D.L. 179/2012). Peraltro, benché tale riconoscimento costituisca il presupposto di un regime agevolato usufruibile per un periodo massimo di quattro anni, la deroga al diritto societario consistente nell’emissione di categorie di quote e di SFP potrebbe invece essere “stabile”, perché l’art. 31, co. IV, D.L. 179/2012 prevede espressamente che “[p]er la *start-up* innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata, le clausole eventualmente inserite nell’atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell’articolo 26, mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi”. Sul punto v. anche E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all’evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013, 72.

<sup>(18)</sup> Il citato art. 26, invero, non utilizza la locuzione di strumenti finanziari “partecipativi”; la stessa compare però al co. IV del successivo art. 27, laddove si stabiliscono agevolazioni fiscali per il soggetto che effettua l’apporto in “*start up* innovative” o “incubatori certificati”.

D'altra parte, lo stesso legislatore del D.L. n. 179/2012 ha espressamente previsto, al medesimo art. 26, co. VII, che dai diritti amministrativi attribuibili ai portatori degli strumenti finanziari in questione resta "escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis del codice civile", con ciò formulando un espresso richiamo proprio alla disciplina della società a responsabilità limitata <sup>(19)</sup>.

Gli strumenti finanziari partecipativi paiono conferinarsi, quindi, nella visione del legislatore - la stessa visione già espressa nella legge delega della riforma del diritto societario, L. n. 366/2001 - un istituto particolarmente adatto ad ampliare le vie di finanziamento delle società di capitali, producendo un incremento del coefficiente di flessibilità della struttura finanziaria delle società, oggi anche a responsabilità limitata (sempre che ricorrano le condizioni per la loro qualifica come "start-up innovative" o "incubatori certificati") <sup>(20)</sup>. Peraltro, a seguito del D.L. 25 gennaio 2015, n. 3 (c.d. Decreto *Investment Compact*) l'ambito applicativo delle "deroghe" al diritto societario previste dal D.L. 179/2012 in materia di *start-up* innovative è stato esteso anche alle "piccole e medie imprese innovative" (c.d. PMI innovative) <sup>(21)</sup>. Considerando che le soglie dimensionali di riferimento individuano una platea di soggetti ben più ampia rispetto alla definizione di *start-up* innovativa, ne risulta che il legislatore ha ulteriormente ribadito la propria "convinzione" nelle misure introdotte nel 2012 <sup>(22)</sup>.

---

<sup>(19)</sup> E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, cit. (supra, nt. 17), XI, conferma che "la società a responsabilità limitata è il modello societario a cui il legislatore pensava quando ha scritto gli articoli del Decreto crescita bis dedicati alle start up innovative".

<sup>(20)</sup> Riferendosi alla possibilità di emissione di strumenti finanziari partecipativi da parte di s.r.l. *start-up*, M. RESCIGNO, *Nuove categorie di azioni e di strumenti partecipativi: legge, mercato e problemi in evoluzione*, cit. (nt. 4 supra), 185, rileva che "anche aperture di questo tipo, non di rado, svolgono il ruolo di 'apripista' per più ampie applicazioni".

<sup>(21)</sup> V. in proposito A. BOLLETTINARI, *Le novità previste dal D.L. 3/2015: l'introduzione delle "piccole e medie imprese innovative" e la modifica della disciplina della startup innovativa*, in *NDS*, 2015, 4, 43 ss.

<sup>(22)</sup> Peraltro, a fronte di un contesto economico-finanziario che ha reso sempre più pressante l'obiettivo di politica legislativa legato alla necessità di favorire l'accesso delle imprese a forme di finanziamento diverse da quelle di natura bancaria, il legislatore è intervenuto sulla disciplina del finanziamento dell'attività sociale anche sul fronte dei titoli obbligazionari. E' in quest'ottica che il Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. Decreto Sviluppo), all'art. 32, co. da XIX a XXV, ha introdotto la previsione della possibilità dell'emissione di "obbligazioni e titoli similari" che prevedano "clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione". In proposito rimane, invero, incerto se la disposizione rappresenti una innovazione dal punto di vista civilistico o se, invece, la sua rilevanza si spieghi solo sul piano delle agevolazioni fiscali previste dallo stesso Decreto Sviluppo e riservate ad alcune tipologie di "obbligazioni e titoli similari", riconducibili a categorie civilistiche già contemplate dall'ordinamento. Resta, in ogni caso, il fatto che il legislatore ha ritenuto di concentrare il proprio intervento, fosse anche solo di incentivazione fiscale, ancora una volta su strumenti in senso lato "partecipativi".

Il (più volte) riconfermato interesse, se non addirittura *favor*, del legislatore per gli SFP non ha tuttavia colmato alcuna delle lacune esistenti nella disciplina dell'istituto degli strumenti finanziari partecipativi stessi (categoria per di più da intendersi, ora, in senso ampio, come comprensiva quantomeno anche degli strumenti finanziari che possono essere emessi in virtù dell'art. 26 D.L. n. 179/2012). Di conseguenza, dai recenti interventi legislativi esce rafforzata la necessità che sia l'interprete a ricercare nel sistema normativo soluzioni idonee a ridurre il grado di incertezza circa le caratteristiche dello strumento, in modo da agevolare, per questa via, l'utilizzo concreto <sup>(23)</sup>.

Nel far ciò, peraltro, l'attenzione dovrà essere rivolta prioritariamente alla individuazione, all'interno della disciplina applicabile agli strumenti finanziari partecipativi, delle norme che rivestono carattere inderogabile, sulla scorta della considerazione per cui “[c]iò che conta davvero sono solo le norme imperative, quelle a cui le parti [...] non possono sottrarsi, quand'anche lo volessero” <sup>(24)</sup>.

Tale analisi, invero, è destinata a riverberare i propri esiti non solo sul piano della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi, ma anche, in altra prospettiva, sulla ricostruzione sistematica della disciplina della struttura finanziaria delle società capitalistiche.

## **2.- La disciplina positiva degli strumenti finanziari partecipativi: normativa lacunosa, o favorevole all'autonomia privata?**

Le previsioni normative dedicate alla disciplina degli SFP sono, come anticipato, poche e di contenuto ben poco dettagliato. Si fa riferimento, in particolare, alla disciplina degli SFP “di diritto comune”, ossia a quegli strumenti previsti dal codice civile per la generalità delle società per azioni (con esclusione, quindi, degli strumenti finanziari in cui si possano riversare i poteri

---

<sup>(23)</sup> Si vedano, in proposito, le riflessioni svolte, seppure con riferimento al tema degli strumenti di gestione delle crisi d'impresa, da R. RORDORF, *La continuità aziendale tra disciplina di bilancio e diritto della crisi*, in *Società*, 2014, 917 ss., in part. 919-920, il quale afferma: “Le ripetute modifiche apportate con cadenza quasi annuale al quadro normativo testimoniano di una certa confusione, contribuiscono a generare incertezza ed ostacolano la formazione di orientamenti giurisprudenziali consolidati. Tanto maggiore è oggi, perciò, la responsabilità che grava sull'interprete - ed in modo particolare sulla dottrina, sui giudici e soprattutto sulla Corte di cassazione nell'esercizio della sua funzione nomofilattica - cui spetta il compito di diuturna ricostruzione del sistema per individuare nel diritto vivente quel punto di equilibrio e quei criteri ordinanti che il cronico difetto di sistematicità del moderno legislatore rischia di rendere sempre più sfuggenti, ma senza i quali l'ordinamento giuridico, alla cui attuazione tutti concorriamo, sarebbe come una nave priva di bussola”.

<sup>(24)</sup> Cfr. F. D'ALESSANDRO, “La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata”. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?, *cit.* (nt. 4), a p. 37, che osserva che “[s]e si dovesse giungere alla conclusione che la riforma ha lasciato campo libero, tutto il campo libero, all'autonomia dei privati, allora potremmo dire che il diritto societario non esiste più, che ogni società è un ordinamento a sé, legge per i suoi soci diversa, se non per accidentale e parziale coincidenza, da quella dettata da ogni altro contratto sociale per le rispettive parti”.

“speciali” dello Stato o di altri enti pubblici, oppure degli strumenti emessi per favorire la privatizzazione di imprese pubbliche, o ancora degli strumenti emessi da “*start-up* innovative”, “incubatori certificati” o “PMI innovative”).

La disposizione principale, ossia l’art. 2346, co. VI, cod. civ., stabilisce invero poche coordinate di fondo, ossia la necessità di un apporto *anche* di opera o di servizi, a fronte del quale la società può emettere strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali *o anche* di diritti amministrativi, escluso il voto nella “assemblea generale degli azionisti”. A ciò si aggiunge che gli SFP possono essere emessi sia a favore di soci <sup>(25)</sup> che a favore di terzi, mentre ulteriori elementi di disciplina sono espressamente rimessi all’autonomia statutaria.

L’unica altra disposizione contenente un espresso ed univoco riferimento agli strumenti di cui all’art. 2346, co. VI, cod. civ. è l’art. 2351, ult. co., cod. civ., che ammette l’attribuzione ai portatori di SFP <sup>(26)</sup> del diritto di voto “su argomenti specificamente indicati”, nonché del potere di nominare un componente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

Una disposizione che sembra richiamare direttamente gli SFP è contenuta nell’art. 2349, co. II, cod. civ., che contempla la possibilità che l’assemblea degli azionisti, costituita quale assemblea straordinaria, assegni “strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi” ai prestatori di lavoro, dipendenti della società o di società sue controllate. Sebbene la locuzione riportata fra virgolette coincida con quella contenuta nell’art. 2346, co. VI, cod. civ., non è scontato che la fattispecie degli strumenti finanziari destinata ai dipendenti sia perfettamente sovrapponibile: basti considerare che l’art. 2349 cod. civ. sembra ammettere l’emissione di strumenti finanziari senza apporto, mentre questo parrebbe essere un elemento costitutivo degli SFP in senso stretto.

---

<sup>(25)</sup> L’emissione a favore di soci costituisce la regola (ed anzi il presupposto essenziale ed indefettibile) nel caso degli strumenti finanziari emessi ai sensi dell’art. 2449 cod. civ. a favore dello Stato o di altro ente pubblico-socio che goda di particolari prerogative nella compagine sociale. Si veda F. GHEZZI - M. VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, cit. (*supra*, nt. 11), a p. 708.

<sup>(26)</sup> Talvolta definiti “strumentisti” dai commentatori, così come nell’unico precedente giurisprudenziale di cui si ha notizia in materia (Trib. Milano (ord.), sez. Impresa B, 5 ottobre 2015, G. dott.ssa A. Dal Moro, inedita, che ha deciso un ricorso *ex art.* 700 cod. proc. civ. promosso da un portatore di SFP emessi da Maccorp Italiana S.p.A., al fine di ottenere la conversione in azioni degli SFP detenuti, ai sensi del regolamento dell’emissione stessa).

Inoltre, l'art. 2349 cod. civ., in fine, richiama ulteriori spazi di esplicazione dell'autonomia statutaria, prevedendo la possibilità che siano statutariamente declinate “norme particolari” riguardanti le condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, la possibilità di trasferimento e le eventuali cause di decadenza o di riscatto. La formulazione della disposizione è diversa dalla parte finale dell'art. 2346, co. VI, cod. civ., sicché ci si potrebbe interrogare sulle ragioni di ciò, ossia se si tratti di un semplice mancato “allineamento” del testo delle due disposizioni da parte del legislatore della riforma, o se nell'art. 2349 cod. civ. si sia inteso menzionare, con valenza solo esemplificativa, alcuni aspetti che è utile disciplinare espressamente nel caso di emissioni a favore dei dipendenti, oppure, ancora, se si sia di fronte in realtà a istituti distinti.

In alcune altre disposizioni codicistiche si rinvencono, poi, richiami “selettivi” all'istituto di cui all'art. 2346, co. VI, cod. civ.

L'art. 2376, co. I, cod. civ. fa riferimento solo agli “strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi”, imponendo l'approvazione da parte della relativa assemblea speciale delle delibere dell'assemblea dei soci che pregiudichino i loro diritti. Parrebbe trattarsi, in questo caso, di un richiamo selettivo solo ad alcuni SFP, cioè quelli dotati di diritti amministrativi. Tuttavia, pur senza per ora entrare nel dettaglio della questione, si consideri che alcuni orientamenti notarili affermano che in realtà l'obbligo di approvazione da parte dell'assemblea speciale sussista anche in presenza di strumenti finanziari che conferiscono solo diritti patrimoniali <sup>(27)</sup>.

Agli strumenti finanziari “che danno diritto di voto” (e quindi, pare, ad un sottoinsieme degli SFP dotati di diritti amministrativi) si riferisce l'art. 2506-ter cod. civ., a mente del quale l'organo amministrativo delle società partecipanti ad un'operazione di scissione può essere esonerato dalla redazione della situazione patrimoniale e della relativa relazione illustrativa solo con il consenso unanime, oltre che dei soci, appunto degli strumenti finanziari “che danno diritto di voto”.

L'art. 2427, co. I, n. 19, cod. civ. dispone che nella nota integrativa si dia conto del numero e delle caratteristiche degli strumenti finanziari emessi dalla società, con l'indicazione “dei diritti patrimoniali e partecipativi che conferiscono”. Per vicinanza lessicale (ed in ottica sistematica) si ricorda anche l'art. 2437, co. I, lett. g), cod. civ., il quale non si riferisce a strumenti finanziari, bensì alla disciplina del recesso nella società per azioni, prevedendo che vi è legittimato il socio

---

<sup>(27)</sup> Cfr. la Massima n. H.J.3, *Strumenti finanziari e assemblee speciali*, del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, riportata anche in A. BUSANI, *Massimario delle operazioni societarie*, Assago, 2015, 939.

che non abbia concorso a deliberazioni riguardanti modificazioni dello statuto “concernenti i diritti di voto o di partecipazione”.

Neppure al di fuori del codice civile si rivengono dati normativi idonei a fornire una definizione completa dell’istituto.

Invero, nel Testo Unico dell’Intermediazione Finanziaria (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) si trova la definizione della diversa categoria degli “strumenti finanziari”, ben più ampia e variegata rispetto a quella degli SFP e, soprattutto, connotata dalla indefettibile caratteristica della “negoziabilità” <sup>(28)</sup>. Anche gli SFP, se concretamente idonei a formare oggetto di negoziazione sui mercati dei capitali, potrebbero ben essere ricompresi nella categoria degli strumenti finanziari del T.U.I.F. Tant’è vero che prima del recepimento della direttiva n. 2004/39/CE, c.d. MiFID, nell’ordinamento italiano, l’elencazione delle tipologie di titoli ricompresi nella nozione di strumento finanziario ai fini del T.U.I.F. espressamente richiamava, all’art. 1, co. II, lett. b-*bis*), “*gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile*” <sup>(29)</sup>.

Il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164 (appunto recependo la direttiva MiFID) ha modificato la formulazione della norma, ma si continua a ritenere che gli SFP possano rientrare nella categoria dei valori mobiliari (a sua volta costituente un “sottoinsieme” degli strumenti finanziari), “*in quanto di volta in volta assimilabili alle tipologie ivi espressamente contemplate* [<sup>(30)</sup>], *in funzione delle caratteristiche e dei diritti che lo statuto dell’emittente gli attribuisce*” <sup>(31)</sup>, restando ovviamente ferma la loro necessaria negoziabilità (o effettiva negoziazione sui mercati).

Peraltro, gli SFP sono oggi citati anche nella disciplina delle c.d. SICAF (società di investimento a capitale fisso), le quali sono infatti individuate in quegli organismi di investimento collettivo del risparmio chiusi, costituiti in forma di società per azioni, che hanno per oggetto esclusivo

---

<sup>(28)</sup> Sul punto, per tutti, v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015, 92-93.

<sup>(29)</sup> Il d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 ha anche introdotto nell’art. 1 T.U.I.F. il comma VI-*bis*, rimasto ad oggi immutato, a mente del quale “*per ‘partecipazioni’ si intendono le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque quelli previsti dall’articolo 2351, ultimo comma, del codice civile*”.

<sup>(30)</sup> In particolare, l’art. 1, co. I-*bis*, del T.U.I.F. fa rientrare nella categoria dei “valori mobiliare” i seguenti titoli: “*a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure*”.

<sup>(31)</sup> Così, ancora, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit. (*supra*, nt. 28), 94.

“l’investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l’offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi”<sup>(32)</sup>.

Occorre poi menzionare la delibera del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio (CICR) del 19 luglio 2005, n. 1058<sup>(33)</sup>, la quale, in sintesi, stabilisce che gli strumenti finanziari tramite i quali si realizzi una raccolta di risparmio tra il pubblico, se non quotati ed emessi da società a loro volta quotate, devono essere emessi con un taglio minimo unitario di 50 mila Euro. L’art. 3 di tale delibera precisa che il suo ambito di applicazione si estende a “le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari che, comunque denominati e a prescindere dall’eventuale attribuzione di diritti amministrativi, contengono un obbligo di rimborso”. Il riferimento alla “eventuale attribuzione di diritti amministrativi” lascia chiaramente riconoscere un implicito richiamo agli SFP; tuttavia, è altrettanto evidente che la delibera CICR non ha alcuna volontà (né efficacia) definitoria, avendo invece il precipuo scopo di evitare l’aggiramento di norme poste a tutela del pubblico dei risparmiatori. Da ciò si comprende, quindi, il motivo per cui sia stata adottata una nozione così estesa di “strumenti finanziari di raccolta”.

Tanto le previsioni del T.U.I.F., quanto quelle della menzionata delibera del CICR, quindi, non paiono idonee a fornire elementi utili alla definizione della fattispecie degli SFP.

Di fronte ad un tale quadro normativo l’interprete si trova evidentemente nell’incertezza circa quale fosse l’intenzione del legislatore: ricorrere ad espressioni diverse per fare riferimento, di volta in volta, a fattispecie distinte, oppure utilizzare locuzioni tra loro simili per richiamare fattispecie in realtà sovrapponibili? In altri termini, la lacunosità e frammentarietà delle disposizioni legislative sopra citate impone di chiedersi se l’interpretazione di ciascuna norma debba avvenire “rigidamente”, e dunque secondo un criterio letterale, oppure in modo più “elastico”, con un approccio sistematico e, si potrebbe dire, più sostanziale (che ammetta cioè la necessità, e la possibilità, di correggere imperfezioni nell’opera del legislatore).

---

<sup>(32)</sup> Questa è la definizione di SICAF fornita dall’art. 1, co. 1, lett. i-bis), T.U.I.F., introdotta dall’art. 1, co. 1, lettera c), del d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44. In argomento v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare (supra, nt. 28)*, 245, nonché P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014, 449 ss., G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di “organismo di investimento collettivo del risparmio” a seguito dell’attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 387 ss.

<sup>(33)</sup> Adottata in virtù della delega disposta dall’art. 11, co. IV-ter, del Testo Unico Bancario (d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385).

Una recente pronuncia giurisprudenziale sembrerebbe propendere per quest'ultima soluzione. Il Tribunale di Milano, chiamato ad interpretare l'art. 2437, co. I, lett. g), cod. civ. sopra citato, ha ritenuto che tale disposizione farebbe riferimento ai "diritti di partecipazione" in endiadi con i "diritti di voto", utilizzando pertanto "*un ampio nomen iuris che non trova riscontro in altre sedi del codice, così legittimando l'inclusione nella formula normativa di entrambe le categorie dei 'diritti patrimoniali' e dei 'diritti amministrativi', in vari altri articoli dello stesso capo del codice espressamente individuate congiuntamente (cfr., ad es., art. 2346 comma sesto, art. 2349 comma secondo) ovvero separatamente (cfr., ad es., art. 2350 comma secondo)*"<sup>(34)</sup>; ciò con il risultato di includere nei "diritti di voto o di partecipazione" di cui all'art. 2437, co. I, lett. g), cod. civ. anche i "*diritti di partecipazione 'amministrativi'*" (s'intende, diversi dal diritto di voto)<sup>(35)</sup>.

Astraendo le osservazioni svolte nella sentenza appena citata dalla peculiarità del caso concreto, vi si potrebbe quindi leggere l'affermazione del principio per cui sono diritti "partecipativi" tanto quelli patrimoniali, quanto quelli amministrativi. Alla luce di tali considerazioni, un "*ampio nomen iuris*" potrebbe essere ravvisato anche nell'art. 2427, co. I, n. 19, cod. civ., nel senso di leggere anche all'interno di questa disposizione un'endiadi tra i "diritti patrimoniali" e i "diritti partecipativi".

La decisione del Tribunale di Milano, tuttavia, è chiaramente volta ad estendere l'ambito applicativo delle previsioni sul diritto di recesso (tanto che vi si leggono considerazioni circa il

---

<sup>(34)</sup> Trib. Milano, sez. Impresa B, Pres. Est. E. Riva Crugnola, 31 luglio 2015, n. 9189, in *ilcaso.it*. La sentenza prosegue: "*Né ad inficiare tale conclusione può poi valere l'argomento, svolto da taluni commentatori della norma, relativo al fatto che, il diritto di voto essendo il più rilevante dei diritti di partecipazione amministrativa del socio, la sua espressa menzione nella prima parte dell'endiadi comporterebbe che la seconda parte della stessa endiadi non possa riferirsi ad altri diritti di partecipazione amministrativa ma solo a diritti di natura diversa, quali quelli di partecipazione patrimoniale: argomento che appare facilmente superabile ove si consideri che "diritto di voto" è nomen iuris espressamente individuato nella rubrica dell'art.2351 cc, cosicché la sua inclusione nell'endiadi in esame può di per sé valere a significare il richiamo a tale specifica nozione, senza alcuna valenza di contrapposizione all'altro termine dell'endiadi stessa*".

Occorre segnalare, però, che in altri precedenti di merito è stata già accolta anche un'interpretazione opposta dell'espressione "diritti di partecipazione", quale ricomprensiva dei soli diritti patrimoniali, e ciò in virtù di un'impostazione di interpretazione restrittiva delle ipotesi di recesso: v. App. Brescia, 2 luglio 2014, Pres. Bitonte, Est. Miglio, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1053 e Trib. Roma, Pres. Scerrato, Est. G. Romano, 30 aprile 2014, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

<sup>(35)</sup> In particolare, nel caso di specie veniva in rilievo l'eliminazione della previsione statutaria del diritto del socio di presentazione di liste per la nomina dell'organo amministrativo; diritto nel quale il Tribunale di Milano intravede la "*facoltà, riconosciuta statutariamente ad ogni socio, di concorrere alla nomina dell'organo gestorio secondo uno schema estraneo alla regola di maggioranza e, dunque, di 'partecipare' – più incisivamente rispetto alla regola di base – ad una delle scelte organizzative vitali per l'ente*". Sulla scorta di tali considerazioni, l'oggetto della delibera in esame è stato ritenuto compreso nella categoria di l'art. 2437, co. I, lett. g), cod. civ., sicché è stato ritenuto sussistente il diritto di recesso per il socio che non ha concorso alla sua approvazione.

fatto che, a seguito della riforma del diritto societario, il recesso sarebbe una via di *exit* concorrenziale alla vendita della partecipazione sul mercato), sicché non è agevole trarne principi vevoli a livello sistematico, sino al punto di riconoscervi elementi utili a riempire di significato la “partecipatività” degli strumenti finanziari di cui si discorre.

Nell’ambito delle analisi che si rinengono nella letteratura in materia, il principale punto di emersione dei dubbi circa la ricostruzione della fattispecie degli SFP è rappresentato dall’analisi del rapporto tra l’art. 2346, co. VI, cod. civ. e l’art. 2411, co. III, cod. civ., il quale estende la disciplina delle obbligazioni a tutti gli “*strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società*”.

Rinviando al successivo capitolo 2 per una disamina delle diverse opinioni espresse in dottrina sul tema, ciò che qui importa osservare è che le varie opzioni ricostruttive sembrano muovere da presupposti, solitamente impliciti, distinti. Vi è, anzitutto, chi riconosce una fattispecie autonoma in ciascuna previsione legislativa: semplificando, forse eccessivamente, il discorso (ma ciò per chiarezza espositiva), a questa posizione può essere ricondotto chi ravvisi negli SFP strumenti di solo “capitale di rischio” e negli strumenti “para-obbligazionari” di cui all’art. 2411, co. III, cod. civ. strumenti “di debito”, senza possibilità di intersezione tra le due figure. In secondo luogo, vi è chi sostiene l’esistenza sia di SFP rappresentativi di posizioni partecipative “sul versante del capitale di rischio”, sia di SFP “di debito”, sicché l’art. 2411, co. III, cod. civ. conterrebbe la previsione di una disciplina applicabile - direttamente o in via di analogia, a seconda delle ricostruzioni - ad alcuni SFP. In terzo luogo, vi è chi ravvisa negli SFP una *species* appartenente ad un *genus* (almeno “normativo”) di tipo sempre e solo “di debito”, ossia obbligazionario <sup>(36)</sup>.

In altri termini, si potrebbe ritenere che anche a questo riguardo (ossia rispetto al rapporto tra art. 2346, co. VI, cod. civ. e art. 2411, co. III, cod. civ.) il metodo tramite il quale si dovrebbe ricercare una definizione della “fattispecie SFP” sia quello della ricostruzione sistematica dell’ordinamento.

L’importanza dell’adozione di tale approccio, peraltro, è confermata dal fatto che la fattispecie degli SFP si pone al crocevia di numerosi punti fondamentali del diritto societario.

Si consideri, anzitutto, la disciplina degli apporti a fronte dei quali vengono emessi gli strumenti finanziari partecipativi: poiché si esclude che tali apporti possano ricadere nel capitale sociale - e

---

<sup>(36)</sup> Si rinvia al cap. 2 *infra* per l’attribuzione delle diverse opinioni agli Autori che le hanno elaborate e sostenute.

questo è uno dei pochissimi punti su cui le opinioni dei commentatori sono unanimi - gli SFP riportano l'attenzione anche al connesso dibattito sulla funzione e, soprattutto, sulla *necessità* del capitale sociale <sup>(37)</sup>.

Correlativamente, si pone la questione della necessità, o meno, di mantenere un certo grado di correlazione tra “rischio” e “potere” all'interno della struttura finanziaria della società. Dalla risposta a questo problema, infatti, può dipendere la possibilità di attribuire diritti amministrativi a strumenti finanziari che conferiscano un diritto al rimborso dell'apporto, oppure, in prospettiva diversa, la possibilità che i soci si trovino a detenere l'intero controllo sulla gestione della società, pur se la gran parte, o anche la maggior parte, del patrimonio della società sia stato apportato dai portatori di SFP (i quali, in ipotesi, non abbiano alcun diritto al rimborso di quanto apportato) <sup>(38)</sup>.

Un'altra questione attiene alla natura e alla possibile estensione dei diritti amministrativi attribuibili a soggetti terzi rispetto ai soci. Ciò, peraltro, anche alla luce dell'apparente divergenza tra la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi delle società per azioni, i cui portatori possono votare su “*argomenti specificamente indicati*”, ma (secondo un'opinione) non nella “*assemblea generale degli azionisti*”, e quella dei nuovi strumenti finanziari emettabili dalle società a responsabilità limitata “innovative”, a cui pare non essere attribuibile *tout court* il diritto di voto “*nelle decisioni dei soci*”

Sempre sul fronte dei diritti amministrativi, ci si potrebbe poi chiedere quali strumenti di tutela possano legittimamente essere riconosciuti, o spettino *ex lege*, ai titolari di SFP. Il tema appare di particolare importanza, posto che la possibilità di accedere a specifici mezzi di tutela della posizione del titolare di SFP - che possono rappresentare una forma di garanzia dell'investimento o, addirittura, secondo alcuni, del “finanziamento” concesso all'impresa (in senso ampio) in ragione del quale gli SFP vengono emessi - potrebbe incidere significativamente anche sul costo

---

<sup>(37)</sup> Inoltre, poiché non può escludersi che anche in caso di emissione di SFP risulti incerta la spettanza o meno, al loro portatore, del diritto al rimborso dell'apporto, come nella più “classica” casistica dei versamenti/finanziamenti dei soci, occorrerà interrogarsi anche sui criteri in base ai quali possa qualificarsi la fattispecie concreta in un senso o nell'altro (v. in proposito, da ultimo, G. FERRI JR, *I “versamenti soci”*, in G. Gitti - M. Maugeri - M. Notari, *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati, società*, Bologna, 2012, 311; v. anche Cass. civ., 23 dicembre 2012, n. 2758, in *Notariato*, 2012, 253, con nota di U. MORERA).

Per altro verso, qualora si ammettesse che gli SFP possano prevedere anche il diritto al rimborso dell'apporto, ci si potrebbe interrogare se sia applicabile o meno il principio della postergazione dei finanziamenti *ex art.* 2467 cod. civ.

<sup>(38)</sup> In questa prospettiva si collocano le riflessioni di E. BARCELLONA in *Rischio e potere nel diritto societario riformato. Fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012, *passim*.

del “finanziamento” e sull’attrattività dell’istituto stesso per gli operatori. In particolare, in questa prospettiva ci si può domandare se al portatore di SFP spetti *ex lege*, o possa comunque essere statutariamente estesa, la legittimazione attiva all’esercizio dell’azione sociale di responsabilità, specialmente qualora si concluda per la natura degli SFP quali strumenti di raccolta di capitale di rischio: in tale ipotesi, infatti, lo strumentista potrebbe essere escluso anche dalla possibilità di esperire le azioni spettanti ai creditori sociali. Un’altra ipotesi simile, con riferimento alla quale si potrebbe porre la necessità di individuare la corretta qualificazione della posizione del portatore di SFP, è rappresentata dall’azione volta a far valere una responsabilità *ex art. 2497 cod. civ.*: poiché la norma citata riconosce la legittimazione attiva a due categorie di soggetti, i soci e i creditori, ci si dovrebbe chiedere quale posizione assumerebbe, nel caso di un abuso di direzione e coordinamento, il portatore di un SFP a cui non spetti il rimborso dell’apporto (e dunque non sia un creditore), ma che nondimeno ne subisca un danno. Analogamente, ci si potrebbe interrogare sull’estendibilità, per via statutaria, ai portatori di SFP della legittimazione a presentare le denunce *ex artt. 2408 e 2409 cod. civ.*

Con specifico riguardo agli strumenti finanziari “partecipativi” delle s.r.l. “start up innovative” o “incubatori certificati”, poi, si potrebbe porre anche la questione della disciplina delle modalità di variazione *in peius* dei diritti accordati, non operando nella s.r.l. (almeno per espressa previsione normativa e, quindi, salva un’interpretazione sistematica “integrativa”) il meccanismo delle assemblee speciali (anche se l’introduzione delle categorie di quote ad opera del summenzionato art. 26 D.L. n. 179/2012 potrebbe condurre ad interrogarsi al riguardo)

Attorno a tali e ad altre questioni si è ormai formato un rilevante dibattito dottrinale, ma non ancora, per quanto noto, una casistica giurisprudenziale. Tuttavia, anche in assenza, appunto, di precedenti giurisprudenziali, si è costretti a prendere atto che il dato normativo, di per sé considerato, semplicemente non consente di individuare con certezza una disciplina positiva “completa” dell’istituto.

### **3.- Il piano di indagine.**

Secondo molti autori, gli strumenti finanziari partecipativi rappresenterebbero una “*figura tipica a contenuto atipico*” <sup>(39)</sup>. Predicare la “tipicità” della fattispecie, tuttavia, come pure è stato precisato,

---

<sup>(39)</sup> L. ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 165 osserva che l’espressione sarebbe divenuta di “uso

significa semplicemente dire che la fattispecie è prevista da una norma di legge, senza con ciò voler affermare che anche i suoi “contenuti” (ossia la disciplina positiva ad essa applicabile) siano stati “tipizzati” dal legislatore; tant’è vero che il contenuto è definito proprio come “atipico” <sup>(40)</sup>.

Altri commentatori hanno criticato la formula citata (“*figura tipica a contenuto atipico*”), in quanto non avrebbe “*particolare utilità predicare come ‘tipica’ qualsiasi fattispecie regolata da un norma di legge*”; sarebbe anzi decisivo rilevare, in proposito, che “*per gli strumenti finanziari partecipativi può solo dirsi che il legislatore ha dettato solo i requisiti minimi di una nuova fattispecie*” <sup>(41)</sup>.

Le due posizioni menzionate appaiono invero, per quanto qui richiamato, tra loro coerenti. E’ però interessante rilevare che la seconda opinione osserva che la “*nuova fattispecie*” degli strumenti finanziari partecipativi “*potrà riempirsi di contenuti definiti dall’autonomia privata, e che [gli SFP] potranno acquisire col tempo carattere di tipicità sociale*” <sup>(42)</sup>. Gli stessi Autori, infatti, affermano che l’accreciuto spazio assegnato all’autonomia statutaria in materia di definizione della struttura finanziaria delle società dovrebbe servire “*non per realizzare una struttura pluralistica e frammentata del mercato, bensì per favorire una competizione fra emittenti, al fine di selezionare quelle innovazioni che risulteranno meglio accette al mercato e stimoleranno l’emulazione ‘virtuosa’ da parte di altri emittenti, sì da determinare anche una tipizzazione ‘spontanea’ degli strumenti finanziari partecipativi*” <sup>(43)</sup>.

In ragione di tale condivisibile osservazione, una volta preso atto della assenza di uno statuto normativo “completo” e di per sé applicabile *ex lege* agli strumenti finanziaria partecipativi, non è allora sufficiente che l’interprete si incarichi di ricercare (solo) la possibile lettura sistematica delle norme per individuare almeno i tratti fondamentali della disciplina degli strumenti finanziari

---

comune” (la si veda ripresa già, ad esempio, in M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit. (*supra*, nt. 5), 549). La paternità della locuzione è attribuita a G.B. PORTALE, *Tra “deregulation” e crisi del diritto azionario comunitario*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 374.

<sup>(40)</sup> Cfr. N. SALANITRO, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in Abbadessa-Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2006, 719, in part. 725.

<sup>(41)</sup> M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art. 2346*, cit. (*supra*, nt. 7), in part. a 216, nt. 70.

<sup>(42)</sup> Ancora M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art. 2346*, cit. (*supra*, nt. 7), in part. a 216, nt. 70. Questi AA. concludono quindi: “*sul piano terminologico appare dunque preferibile qualificare lo strumento finanziario partecipativo non come una ‘figura tipica’, bensì come una fattispecie di carattere generale (con uno status logico analogo a quello che può attribuirsi alla figura generale di ‘contratto’), nell’ambito della quale possono costruirsi (per ora solo sul terreno dell’elaborazione ipotetica) diverse figure socialmente tipiche*”.

<sup>(43)</sup> M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art. 2346*, cit. (*supra*, nt. 7), in part. a 218.

partecipativi; è anzi necessario che divenga oggetto di indagine il modo in cui gli operatori, all'atto dell'utilizzo concreto dell'istituto, lo abbiano declinato nell'ambito dell'autonomia privata.

Si tratta di una indagine che, a fronte dell'assenza (per quanto noto) di precedenti giurisprudenziali, secondo i medesimi Autori sopra citati, allo stato potrebbe essere svolta “*solo in via ipotetica*”<sup>(44)</sup>.

In realtà, ci pare che a tale analisi “ipotetica” se ne possa già oggi affiancare un'altra, basata sull'esame dell'esperienza applicativa degli strumenti finanziari partecipativi e volta a valutare in quali termini abbia sin qui avuto luogo la “*tipizzazione sociale*” dell'istituto.

In altri termini, è possibile già ora esaminare i contenuti degli statuti e dei regolamenti disciplinanti alcune delle emissioni di strumenti finanziari partecipativi che sono state effettuate sino ad oggi e di cui si ha notizia. In tal modo è possibile cercare di verificare per quali finalità economiche siano ad oggi stati utilizzati gli SFP e, correlativamente, come siano stati declinati gli ampi margini di autonomia concessi dal legislatore<sup>(45)</sup>. D'altra parte, si deve anche tener presente l'insegnamento per cui “[n]on è possibile scrivere di un istituto giuridico senza rendersi preliminarmente conto della relativa fenomenologia sociale e economica, della tecnica con la quale si svolgono le operazioni, della stessa frequenza o meno di determinate forme o strutture. L'appello alla ‘natura dei fatti’ ha appunto questo significato”<sup>(46)</sup>.

La significatività dei risultati dell'analisi empirica svolta presenta naturalmente dei limiti, derivanti *in primis* dalla dimensione contenuta (almeno in termini assoluti) del campione di emissioni

---

(44) M. LIBERTINI - A. MIRONI - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art.* 2346, *cit.* (nt. 7 *supra*), in part. a 216, nt. 70, secondo i quali “[a]llo stato, dato che una tipizzazione fondata sull'effettività sociale non è possibile, la tipizzazione può essere fatta solo in via ipotetica”.

(45) Un approccio di indagine in merito ad un istituto giuridico basato sulla disamina del dato empirico è stato di recente adottato, ad esempio, in alcuni studi in materia di azioni correlate, tramite l'analisi, peraltro, di esperienze applicative straniere (in particolare, statunitensi); si vedano P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, Milano, 2009, 14 (il quale a supporto della correttezza dell'impostazione sul piano metodologico richiama T. ASCARELLI, *Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione*, in *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, Milano, 1952, 55 ss. e ID., *Norma giuridica e realtà sociale*, in *Problemi giuridici*, t. I, Milano, 1959, 69 ss., nonché C. VIVANTE, *Prefazione al Trattato di diritto commerciale*, vol. I, *I commercianti*, Milano, 1922, IX); U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, Napoli, 2005. Mentre per quanto riguarda le azioni correlate l'analisi ha riguardato (almeno nelle monografie citate) un dato empirico relativo a esperienze straniere pregresse rispetto all'introduzione dell'istituto nell'ordinamento italiano (anche in considerazione della “*origine pratica dell'istituto*”: così P.F. MONDINI, *op. loc. cit.*), i termini sono, per così dire, invertiti con riguardo al presente studio degli SFP, in cui il dato empirico - in assenza di esperienze anteriori all'introduzione dell'istituto utilmente richiamabili - è rappresentato dalle applicazioni concrete dello stesso istituto oggetto d'indagine.

(46) T. ASCARELLI, *Prefazione ai Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 2.

esaminate (ventitré) <sup>(47)</sup> e dal fatto che la formazione del campione stesso è, per così dire, “casuale”, ossia basata sulle notizie di emissioni di SFP reperite principalmente su quotidiani economici o attraverso la pratica professionale. L’analisi, quindi, allo stato può essere perlopiù basata su “esempi” di emissione di SFP. Per altro verso, occorre considerare che, una volta individuata la notizia di un’emissione di SFP, la relativa disciplina statutaria può solitamente essere letta nel suo testo completo, grazie al fatto che è divenuta prassi frequente quella di predisporre regolamenti delle emissioni di SFP, che vengono allegati agli statuti sociali (o comunque alle delibere dell’assemblea straordinaria che li ha approvati) e, dunque, sono soggetti alla pubblicità derivante dal loro deposito presso il Registro delle Imprese.

Anche tale fonte di informazioni - ossia i regolamenti disciplinanti gli SFP - è di per sé parziale, perché non sempre consente (ed anzi solitamente non consente) di ricostruire pienamente il contesto entro il quale è stata assunta la decisione di procedere all’emissione di strumenti finanziari partecipativi. Conoscere tale contesto sarebbe utile, infatti, per ricollegare il mezzo (*i.e.* gli SFP per come disciplinati nel regolamento) ai fini (*i.e.* gli obiettivi di volta in volta perseguiti dai soggetti coinvolti).

In ogni caso, anche un esame dei soli regolamenti pare un primo passo, non del tutto privo di utilità, verso l’individuazione di “*tipi sociali individuati nella prassi*” <sup>(48)</sup> in relazione all’utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi.

Chiaramente, un’analisi empirica sulle concrete modalità di utilizzo degli SFP di cui si ha sino ad oggi notizia può condurre a conclusioni “valide” ed “affidabili” solo in quanto la stessa sia condotta sulla scorta di una previa ricostruzione della fattispecie “normativa” della fattispecie di riferimento. Di conseguenza, nel presente lavoro ci si occuperà, preliminarmente, di individuare i termini di riferimento per definire la possibile collocazione degli strumenti finanziari partecipativi

---

<sup>(47)</sup> In particolare, sono stati raccolti ventitré statuti e annessi regolamenti, disciplinanti altrettante emissioni di SFP, concernenti le seguenti società (elencate in ordine cronologico avendo riguardo alla data della delibera di emissione): Business Integration Partners S.p.A.; Castello SGR S.p.A.; Ferretti Holding S.p.A.; Maccorp Italiana S.p.A.; Seves Holding S.p.A.; Azimut Holding S.p.A.; Sesto Immobiliare S.p.A.; Dicembre 2007 S.p.A.; IDEA Fimit SGR S.p.A.; Intek Group S.p.A.; Tasnch Holding S.p.A.; Accadiesse S.p.A.; Mednav S.p.A.; Carlo Tassara S.p.A.; EEMS Italia S.p.A.; Lediberg S.p.A.; Conbipel S.p.A.; Hydro Energia Holding S.p.A.; Euromilano S.p.A.; Panini S.p.A.; Midco S.p.A.; Nuova Sorgenia Holding S.p.A.; Redecam Group S.p.A. Si vedano, in proposito, il cap. 3 e l’appendice *infra*.

<sup>(48)</sup> Di nuovo M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub* art. 2346, *cit.* (nt. 7 *supra*), in part. a 216, nt. 70.

nel contesto dei mezzi di finanziamento dell'impresa e della struttura finanziaria della società capitalistica (v. cap. 1 *infra*).

Successivamente, si prenderanno in considerazione le principali tesi elaborate in dottrina in merito alla ricostruzione della figura degli strumenti finanziari partecipativi, giungendo ad elaborare una proposta interpretativa per qualificare la fattispecie nel modo più possibile “univoco” e che appare più “coerente” in ottica sistematica (v. cap. 2 *infra*).

Svolto tale inquadramento, si prenderanno in esame alcune applicazioni pratiche della fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi, analizzando la disciplina statutaria di alcune emissioni e cercando di identificare i tratti fondamentali di eventuali “*tipi sociali*” che fosse già sin d'ora possibile riconoscere.

Sulla scorta dell'osservazione delle modalità con cui gli operatori si sono avvalsi degli strumenti finanziari partecipativi in questi ventitré casi, poi, ci si soffermerà su alcune, specifiche questioni attinenti la disciplina applicabile alla fattispecie.

In questa prospettiva, si cercherà di definire alcuni elementi della relativa disciplina, ossia quali possano essere le principali forme di declinazione dell'autonomia privata nell'ambito della regolamentazione degli strumenti finanziari partecipativi. A questo riguardo vengono in rilievo, in particolare, l'apporto, quale elemento essenziale della fattispecie, il suo possibile trattamento contabile e la possibile disciplina dell'incidenza delle perdite sull'apporto fornito dagli strumentisti. Del pari, si cercherà di definire quali contenuti amministrativi e patrimoniali siano attribuibili secondo la dottrina, e quali siano stati effettivamente attribuiti nella prassi, ai portatori degli strumenti finanziari partecipativi. In proposito, ci si chiederà se - e in ce termini - tra i diritti amministrativi possa rientrare anche il diritto di “veto” sulle decisioni dei soci e si verificherà cosa sia accaduto nella prassi applicativa a tal riguardo.

## CAPITOLO 1

# GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI NELLA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ

### 1.- Il posizionamento degli SFP nella struttura finanziaria della società: uno sguardo d'insieme.

Si è già anticipato nell'introduzione che il legislatore, coniando l'istituto degli strumenti finanziari partecipativi, ha omesso di dettarne una compiuta disciplina positiva.

La lacunosità dell'intervento normativo, peraltro, non riguarda solo i "contenuti" della fattispecie, bensì anche il posizionamento dell'istituto nel contesto della struttura finanziaria delle società di capitali. Spetta, quindi, agli interpreti individuare la corretta - o quantomeno la più coerente - collocazione della fattispecie all'interno di un quadro composito, nel quale sono da annoverare, anzitutto, azioni e obbligazioni.

L'attuale diritto societario consente un ampio spazio di manovra per declinare il contenuto stesso delle azioni, da una parte, e delle obbligazioni, dall'altra <sup>(49)</sup>. In tale contesto, gli strumenti finanziari partecipativi consentono alla società di ottenere apporti utili per l'impresa, non imputati a capitale sociale, e dunque senza passare dalla sottoscrizione di azioni, a fronte dell'emissione di titoli considerati "ibridi", in quanto aventi caratteristiche intermedie tra le azioni e le obbligazioni <sup>(50)</sup>. Tant'è vero che in dottrina è stato osservato che con la riforma del 2003 (e, si potrebbe dire, ancor di più oggi, a seguito dell'introduzioni di azioni a voto o dividendo maggiorato e a voto plurimo), è divenuta possibile l'emissione di titoli che, dal punto di vista della partecipazione al rischio d'impresa, si pongono lungo un *continuum* <sup>(51)</sup>.

---

<sup>(49)</sup> Sul fronte delle azioni, si veda A. BLANDINI, in C. Montagnani (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 3 ss. Con riferimento alla fattispecie obbligazionaria, v. A. GIANNELLI, commento all'art. 2411, in P.G. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari *Commentario alla riforma delle società*, 2008, Milano, 27 ss.

<sup>(50)</sup> S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito*, Bologna, 2010, 325.

<sup>(51)</sup> Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, 59. Analogamente, *ex multis*, M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit. (*supra*, nt. 5), 542, nonché M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit. (*supra*, nt. 3), 739.

Un essenziale punto fermo nella ricostruzione di questa “linea continua” è costituito dal fatto che gli apporti a seguito dei quali avviene l’emissione di strumenti finanziari partecipativi non possono essere computati a capitale sociale, essendo ciò vietato dall’art. 8 della seconda direttiva comunitaria in materia di società. Di riflesso, gli SFP non possono essere rappresentativi di posizioni di partecipazione al capitale sociale.

Peraltro, ben può accadere che un’impresa sia finanziata, in porzione maggioritaria, proprio dai sottoscrittori di SFP, ai quali oltretutto possono essere assegnate prerogative proprie (normalmente) degli azionisti (*i.e.* i diritti amministrativi). Risulta quantomeno intuitivo, perciò, che il “ruolo” del capitale sociale, in una società così finanziata, risulterebbe in qualche modo limitato rispetto a quanto accade ordinariamente.

Di conseguenza, benché gli SFP non siano un istituto idoneo ad incidere direttamente, di per sé, sul capitale sociale, è proprio l’introduzione di questo istituto da parte del legislatore della riforma del 2003, insieme alle ulteriori modifiche normative sopravvenute (si fa riferimento alla riduzione del capitale sociale minimo di s.p.a., alle s.r.l. “semplificate”, alle azioni a voto o dividendo maggiorato e alle azioni a voto plurimo), ad imporre una riflessione sulla “residua” funzione attualmente assegnata al capitale sociale nella complessiva disciplina della struttura finanziaria della società.

## **2.- La tendenza al superamento delle rigidità della disciplina del capitale sociale.**

### **2.1.- Le origini del dibattito.**

La rilevanza del dibattito sulla funzione riconosciuta al capitale sociale nell’attuale ordinamento societario, anche e ben oltre i presenti fini, è confermata dall’opinione di uno dei maggiori studiosi del diritto societario comparato, che, in una propria ricognizione dei formanti e delle tendenze nella materia <sup>(52)</sup>, ha indicato tra i temi meritevoli di maggiore attenzione ed approfondimento proprio quello del ruolo del capitale sociale.

---

A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013, 2, in part. alla nt. 2, ricorda che nella prassi anglosassone si parla proprio di “*equity-debt continuum*”, espressione che sarebbe stata per la prima volta utilizzata dall’agenzia di rating Moody’s Investors Service in una pubblicazione dell’agosto 1995, intitolata “*Hybrid Securities: Debt or Equity?*”.

<sup>(52)</sup> K. J. HOPT, *Comparative Company Law*, ECGI Working Paper n. 77, 2006, disponibile al sito [www.ecgi.org/wp](http://www.ecgi.org/wp), ed anche in M. Reimann - R. Zimmermann (a cura di), *The Oxford Handbook of Comparative Law*, Oxford, 2006, 1161.

In particolare, l'Autore in questione rileva che l'istituto del capitale sociale, benché “tradizionale” nel diritto societario degli ordinamenti dell'Europa Continentale, è sottoposto a critiche e proposte di riforma, in particolare alla luce del confronto con i sistemi anglo-americani e delle conclusioni dell'analisi economica, che per lo più ne indicano l'inefficienza <sup>(53)</sup>.

Sulla questione non solo si fronteggiano il sistema europeo-continentale, nel quale il capitale sociale e il c.d. “sistema del netto” sono ancora al centro della disciplina societaria, nonostante le parziali eccezioni e le “spinte” verso un suo possibile superamento di cui si dirà appresso, ed il sistema dei paesi di *common law*, dove si afferma che le funzioni assolute nell'Europa continentale dal capitale sociale sono svolte da strumenti differenti, ma si registrano anche le considerazioni dell'analisi economica.

I requisiti di capitale sociale minimo, infatti, vengono reputati un costo - e quindi un ostacolo - per l'avvio di nuove attività. Ad esempio, la Banca Mondiale, nella propria annuale redazione del *Doing Business Report*, che misura quanto sia “facile” creare e gestire un'impresa in 183 paesi, annovera tra i costi di apertura di un'impresa la dotazione di capitale sociale, valutando favorevolmente le riforme che siano volte ad escluderne la necessità <sup>(54)</sup>. Nel *Report* redatto con riferimento all'anno 2012 - ossia l'ultimo che non teneva ancora conto delle s.r.l. a “capitale ridotto” (in senso ampio) -, la Banca Mondiale indicava che l'eliminazione del capitale minimo per le s.r.l. avrebbe portato l'Italia a guadagnare 10 posizioni nella graduatoria complessiva (sino alla 77<sup>a</sup> posizione) e addirittura 53 posizioni nella graduatoria parziale (sino alla 23<sup>a</sup> posizione) sulla facilità di intraprendere un'attività imprenditoriale <sup>(55)</sup>. Specialmente in un contesto di

---

<sup>(53)</sup> K. J. HOPT, *Comparative Company Law, cit. (supra, nt. 52)*, 1187.

<sup>(54)</sup> V. ad es. *Doing Business Report 2012*, in [www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org), che indicava come, su 183 Stati esaminati, 82 non prevedessero requisiti di capitale minimo (o, meglio, la loro normativa prevedesse almeno un tipo societario per la cui costituzione non è previsto un capitale sociale minimo o comunque è previsto in una misura simbolica). L'analisi della Banca Mondiale, in particolare, è svolta utilizzando come parametro di confronto tra i vari paesi il risultato del rapporto fra la misura minima del capitale sociale (nella misura di cui è necessario l'immediato versamento) e il reddito *pro capite* in quel paese.

A commento dei dati raccolti sino al giugno 2014, sul medesimo sito internet menzionato si riferisce che di 189 Stati esaminati, solo 85 richiedevano ancora il versamento di un capitale sociale minimo (o comunque un versamento iniziale in misura non simbolica) per la costituzione di una società.

Coerentemente con l'impostazione seguita, la Banca Mondiale (*ibidem*) indica la riduzione o eliminazione del capitale sociale minimo tra le “good practices” volte ad agevolare l'avvio di attività imprenditoriali.

<sup>(55)</sup> Questi dati vengono riportati anche da L. ENRIQUES, *Crisi, regole e intermediari di minori dimensioni: verso la Mifid-2*, intervento al XIV congresso nazionale del credito cooperativo, Roma, 9 dicembre 2011, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it), 4.

generale rallentamento dell'economia, è naturale che ci si interroghi allora sull'opportunità di mantenere l'imposizione di tale costo <sup>(56)</sup>.

Inoltre, è proprio sui requisiti minimi di dotazione di capitale sociale che si è instaurata per la prima volta un'effettiva concorrenza tra gli ordinamenti dell'Unione Europea <sup>(57)</sup>. La nota sentenza *Centros* <sup>(58)</sup> della Corte di Giustizia, infatti, è stata resa in un caso in cui due cittadini danesi e residenti in Danimarca avevano costituito una società nel Regno Unito, senza quindi dotarla di un capitale minimo, per poi operare in Danimarca. La Corte di Giustizia ha ritenuto che le obiezioni del governo danese, per cui tale operazione avrebbe comportato un aggiramento delle norme sul capitale sociale danesi, poste a protezione dei creditori, fossero infondate, in quanto si trattava di norme non necessarie né proporzionate rispetto a tal fine. Nella sentenza *Inspire Art* <sup>(59)</sup>, peraltro, la Corte ha anche precisato che il requisito del capitale sociale minimo non è una misura necessaria di protezione dei creditori, perché lo stesso fatto che la società sia costituita secondo le leggi di un altro Stato (nel caso, il Regno Unito) dovrebbe essere sufficiente ad informare i creditori che le protezioni loro offerte dalle legge saranno quelle proprie di quest'ultimo Stato.

In ragione di tali precedenti <sup>(60)</sup>, si è aperta una vera e propria concorrenza tra gli ordinamenti europei, che sta trovando esplicazione proprio negli ultimi anni con l'introduzione, nei vari paesi, della possibilità di costituire società a responsabilità limitata con dotazioni di capitale simboliche o anche nulle (v. il par. 2.3 *infra*).

Le medesime circostanze sin qui ricordate hanno ispirato, poi, una riflessione sulla effettiva ed attuale necessità *tout court*, e comunque sulla funzione, del capitale sociale anche nelle società per

---

<sup>(56)</sup> Il *Doing Business Report* relativo all'anno 2015, sempre in [www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org), attesta che in Italia non è attualmente richiesto (sostanzialmente) alcun versamento iniziale; tenuto conto anche di questo, l'Italia si trova ora alla 46<sup>a</sup> posizione nella graduatoria parziale concernente la facilità di avvio di un'attività imprenditoriale. Si noti, per completezza, che la metodologia adottata dalla Banca Mondiale tiene conto di quattro fattori per l'assegnazione di un "voto" complessivo a ciascuno Stato all'interno di questa classifica parziale; ciascuno dei fattori ha un peso di un quarto rispetto al voto finale e la misura del rapporto tra capitale sociale minimo e reddito *pro capite* del paese è, appunto, uno dei quattro fattori considerati.

<sup>(57)</sup> In proposito, v. P. SANTELLA, *Prospettive del diritto societario europeo*, in RDS, 2010, 770 ss., in part. a p. 774.

<sup>(58)</sup> Sentenza 9 marzo 1999, *Centros Ltd v. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen*, caso C-212/97. V. in proposito F.M. MUCCIARELLI, *Società di capitali, trasferimento all'estero della sede sociale e arbitraggi societari*, Milano, 2010, *passim*.

<sup>(59)</sup> Sentenza 30 settembre 2003, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v. Inspire Art Ltd.*, caso C-167/2001, al par. 135.

<sup>(60)</sup> A cui occorre aggiungere menzione della sentenza della Corte di Giustizia della Comunità Europea del 2002, *Uberseering BV v. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH*, caso C-208/2000.

azioni, benché per queste ultime la possibilità per i legislatori europei di introdurre innovazioni è significativamente limitata dalla seconda direttiva comunitaria in materia societaria <sup>(61)</sup>.

---

<sup>(61)</sup> Il riferimento corre, in particolare, alla seconda direttiva comunitaria in materia societaria (77/91/CEE del 13 settembre 1976, come modificata dalla direttiva 2006/68/CE del 25 settembre 2006), per come poi adottata negli Stati membri dell'Unione Europea. L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, cit. (*supra*, nt. 84), 87, sottolineano che numerosi Stati membri “vanno oltre quanto richiesto dalla Seconda Direttiva, prevedendo un regime più stringente in tema di capitale sociale, con l'obiettivo di meglio proteggere i creditori sociali”. Tale direttiva - che si applica, come detto, alle società per azioni (anonime, *public companies*, etc.) - prevede una misura minima del capitale sociale pari ad Euro 25.000,00, di cui almeno un quarto deve essere versato al momento della costituzione, anche se molti Stati membri prevedono importi più elevati. I conferimenti in natura debbano essere assistiti da una stima redatta da un esperto indipendente (salvo, dopo le modifiche del 2006, in alcuni casi in cui si possa fare affidamento su un prezzo di mercato o una stima recente ritenuti affidabili). La direttiva, poi, limita la distribuzione di dividendi all'utile netto effettivamente conseguito e stabilisce delle limitazioni alle principali forme alternative di distribuzione ai soci (*i.e.* l'acquisto di azioni proprie e l'assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie). Inoltre, la riduzione del capitale sociale (salvo che per perdite) può avvenire soltanto quando siano fornite adeguate garanzie ai creditori precedenti. Vari Stati membri, poi, prevedono regole più stringenti di quelle contenute nella seconda direttiva, in primis con la già menzionata regola “ricapitalizza o liquida” (cfr. L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, cit. (*supra*, nt. 84), 92).

In ottica comparatistica, il principale termine di confronto per la disciplina comunitaria è rappresentato dall'ordinamento statunitense, con il necessario *caveat* legato alla competenza statale, e non federale, in materia di diritto societario (V. A. ENGERT, *Life Without Legal Capital: Lessons from American Law*, Ludwig Maximilians Universität München Working Paper, 2006, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)). L'esito del confronto è stato incisivamente sintetizzato nei seguenti termini: “[i]l principale scopo del diritto societario in Europa è di proteggere i creditori, i quali trovano nella legge, prima ancora che nei contratti, la propria fonte di tutela. Negli Stati Uniti è vero l'opposto. I titolari di pretese prestabilite devono badare a se stessi, dal momento che il diritto societario garantisce agli azionisti la massima flessibilità di manovra” (L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, cit. (*supra*, nt. 84), 86). Negli Stati Uniti, la maggior parte degli Stati ha abbandonato il sistema del capitale sociale, seguendo il *Revised Model Business Corporation Act* (RMBCA) elaborato dall'*American Bar Association*. Peraltro, anche in quegli Stati che ancora prevedono una disciplina del capitale sociale, come il Delaware, spesso non è neppure previsto un minimo legale (cfr. L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, cit. (*supra*, nt. 84), 93. Secondo A. ENGERT, *Life Without Legal Capital: Lessons from American Law*, cit. (*supra*), 11, “*American commentators consider legal capital as a remote and somewhat bizarre relic of 19<sup>th</sup> century*”).

Complessivamente, i sistemi statunitensi (quantomeno quelli che si ispirano al RMBCA) si basano su una notevole elasticità organizzativa e rimettono, in buon sostanza, agli amministratori - pena la loro responsabilità - di garantire il rispetto di quei limiti che in Europa sono assistiti dalla disciplina del capitale sociale: spetterà dunque agli amministratori valutare che i conferimenti siano adeguati rispetto alle azioni emesse, così come spetterà loro di valutare che la distribuzione di dividendi non porti la società all'insolvenza (L'adozione del sistema del solvency test, peraltro, era stato suggerito dal *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit. (*supra*, nt. 74), 87, ma il suggerimento non è stato poi raccolto dalla Commissione Europea. Secondo A. ENGERT, *Life Without Legal Capital: Lessons from American Law*, cit. (*supra*), 2, “*The U.S. approach is different because it relies on bankruptcy law much more than on corporation law to limit distributions*”). In tale contesto, quindi, il rispetto dei principi di tutela dei creditori sembra essere affidato principalmente alle sanzioni legate alla responsabilità degli amministratori, nonché, in presenza di determinate circostanze, dei soci (L. ENRIQUES - J. MACEY,

Peraltro, benché i casi sopra ricordati di mobilità societaria all'interno dei paesi comunitari abbiano interessato principalmente società di dimensioni medio-piccole, più di recente si è registrato un "salto dimensionale" nella concorrenza tra ordinamenti, rappresentato dallo spostamento (per usare un'espressione che guarda alla sostanza della vicenda) della sede di Fiat S.p.A., divenuta Fiat Chrysler Automobiles N.V. <sup>(62)</sup>.

In particolare, tramite una fusione transfrontaliera inversa, Fiat S.p.A. – società *holding* del gruppo Fiat, la quale già deteneva anche una quota di controllo di Chrysler <sup>(63)</sup> – è stata incorporata nella sua controllata olandese Fiat N.V., ridenominata Fiat Chrysler Automobiles N.V. La nuova società ha così sede legale in Olanda (ad Amsterdam), sede operativa nel Regno Unito (a Londra) ed ha azioni quotate prioritariamente al NYSE, oltre che nel Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana <sup>(64)</sup>.

Secondo quanto riportato dalla stessa società alle Autorità di Vigilanza statunitensi (in particolare, alla *Securities and Exchange Commission*) l'operazione sarebbe stata motivata dall'intenzione di migliorare l'accesso ai mercati dei capitali e di beneficiare, grazie alla nuova *holding* olandese, di "a)

---

*Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale, cit. (supra, nt. 84), 95-96).*

<sup>(62)</sup> F. PERNAZZA, *La mobilità delle società in Europa: da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, in *Dir. comm. int.*, 2015, 439 ss., in part. a 454 osserva che "il trasferimento all'estero della sede della holding del gruppo Fiat evidenzia un salto dimensionale del fenomeno del trasferimento di sede, cui corrisponde anche un ampliamento degli interessi coinvolti". Secondo questo A. (*op. cit.*, 447), il caso Fiat rappresenta la "terza fase, attualmente in atto, nello sviluppo della libertà di stabilimento delle società", terza fase che ha avuto avvio "a seguito della direttiva sulle fusioni transfrontaliere, del regolamento sulla SE e delle più recenti decisioni della Corte di Giustizia in tema di stabilimento primario" e che succede alle precedenti fasi di sviluppo della medesima libertà fondamentale, interessata prima dalla pronuncia *Daily Mail* (Corte di Giustizia, 27 settembre 1998, *The Queen v. Treasury and Commissioner of Inland Revenue ex parte Daily Mail and General Trust Plc*, causa C-81/87), incentrata sui rapporti tra libertà di stabilimento e compatibilità con la normativa fiscale nazionale, e, poi, dalla c.d. dottrina *Centros* (impennata sull'utilizzo di modelli societari di Paesi con ordinamenti che prevedono costi più ridotti, in particolare, in termini di dotazione di capitale sociale iniziale, per la costituzione di società destinate ad operare in altri Stati dell'Unione).

<sup>(63)</sup> Come noto, l'alleanza tra Fiat e Chrysler ha avuto avvio nel 2009 e, nel tempo, Fiat è arrivata a detenere una quota di controllo della società statunitense.

<sup>(64)</sup> Si vedano in P. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat - Chrysler*, in *Riv. soc.*, 2014, 1124 ss., i testi integrali del progetto di fusione, della connessa relazione illustrativa, del nuovo statuto di Fiat Chrysler Automobiles N.V., dei "termini e condizioni" delle azioni a voto speciale e della proposta di delibera.

*a well-established, investor friendly corporate form; b) an enhanced access to capital; c) loyalty voting to promote stable and Supportive Shareholder Base?* (65).

Ne risulta, perciò, che uno dei fattori che ha determinato il “trasferimento” all'estero della “testa” di uno dei principali gruppi industriali italiani sarebbe la possibilità, offerta dall'ordinamento olandese (e non da quello italiano), di emettere azioni a voto multiplo, con meccanismi di voto premianti per gli azionisti stabili e tali da incentivare la partecipazione di lungo periodo, anche al fine di stabilire un rapporto cooperativo con i *managers* idoneo a disincentivare manovre opportunistiche, realizzate in ottica di breve termine (66).

Se così fosse, si tratterebbe quindi di un caso lampante di “concorrenza tra ordinamenti”, in particolare in tema di *Control Enhancing Mechanisms* (CEMs) (67). Secondo un commentatore, invero, sarebbe da escludere che la possibilità di ricorrere all'emissione di azioni a voto multiplo sia stato un fattore determinante per la decisione di Fiat di porre in quel Paese la sede legale della nuova *holding* di gruppo, perché in Olanda, prima del caso Fiat, non vi sarebbero state significative esperienze di utilizzo di *loyalty voting mechanisms* (68). Altri, invece, riportano un'opinione differente e più in linea con quanto affermato dalla stessa società (69).

Tutti i commentatori, invece, paiono concordare nel ritenere che la vicenda Fiat abbia avuto un'influenza sul legislatore italiano, il quale ha deciso di eliminare il divieto di emissione di azioni

---

(65) Si fa riferimento al Form F-4 depositato presso la SEC il 3 luglio 2014 (disponibile al sito Internet [www.sec.gov](http://www.sec.gov)); cfr. F. PERNAZZA, *La mobilità delle società in Europa: da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, cit. (*supra*, nt. 62), 450 ss.

(66) F. PERNAZZA, *La mobilità delle società in Europa: da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, cit. (*supra*, nt. 62), 459. P. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat - Chrysler*, cit. (*supra*, nt. 64), 1125, rileva che “[i]l premio di fedeltà che, secondo il nuovo art. 127-quinquies T.U.F. (introdotto dal decreto legge convertito nella legge 116/2014 dell'11 agosto), in Italia si realizza attraverso l'attribuzione sino a due voti ad una azione, nel sistema olandese (così 'rispettoso' del principio one share one vote) si realizza attraverso l'attribuzione di una azione speciale (e così di un voto) al possessore dell'azione che ne abbia conservato la titolarità per un certo periodo di tempo”.

(67) La concorrenza tra ordinamenti sul tema delle azioni a voto plurimo era peraltro già stata segnalata da P. MONTALENTI, *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 420. F. PERNAZZA, *La mobilità delle società in Europa: da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, cit. (*supra*, nt. 62), 473, segnala anche il caso di GTech S.p.A. – società con sede a Roma e quotata al MTA di Milano, leader mondiale nel settore *gaming* – nel quale, a seguito di un accordo di fusione tra quest'ultima e la società statunitense IGT Plc, si è dato vita ad un'unica società, Gtech Plc, con sede nel Regno Unito e quotata solo al NYSE. Anche in questo caso, la nuova società avrebbe emesso *loyalty shares*.

(68) F. PERNAZZA, *La mobilità delle società in Europa: da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, cit. (*supra*, nt. 62), 469. Secondo questo A. sarebbe invece evidente che la sede operativa sarebbe stata posta a Londra per ragioni di vantaggio fiscale.

(69) M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512, in part. a 521.

a voto multiplo, introducendo le fattispecie delle azioni a voto plurimo (per le società che non facciano ricorso ai mercati del capitale di rischio, oppure anche “quoted”, ma che abbiano emesso le azioni a voto plurimo prima della quotazione) e a voto maggiorato (per le società “quoted”).

Si può quindi affermare che la concorrenza tra gli ordinamenti nazionali investe, oggi, non tanto e non solo la misura minima del capitale sociale, bensì anche la complessiva disciplina concernente le forme di partecipazione al capitale azionario, ivi inclusi gli istituti riconducibili al concetto di *Control Enhancing Mechanisms*. Ciò che qui rileva, peraltro, è che tra i menzionati CEMs ben possono essere annoverati anche gli SFP, tanto che, a tal fine, questi ultimi potrebbero essere considerati alla stregua di azioni prive del diritto di voto, suscettibili quindi di essere utilizzate al fine di enfatizzare, *a contrario*, il peso dei titolari di azioni ordinarie: appare particolarmente significativo, in proposito, che il *Report on the proportionality principle in the European Union*, nell'allegato sulle giurisdizioni nazionali, menziona gli SFP laddove tratta delle *non voting shares* <sup>(70)</sup>.

## 2.2.- Le funzioni tradizionalmente assegnate al capitale sociale e le relative critiche.

Prendendo in considerazione le funzioni tradizionalmente riconosciute al capitale sociale, va osservato che all'istituto del capitale sociale vengono solitamente assegnate <sup>(71)</sup>, almeno in potenza, (i) una funzione di garanzia, (ii) una funzione produttiva, (iii) una funzione informativa, (iv) una funzione preventiva e (v) una funzione organizzativa.

La funzione di garanzia viene considerata assolta in virtù del fatto che la voce del capitale sociale, all'interno del passivo dello stato patrimoniale del bilancio di una società, come noto, vincola una corrispondente parte dell'attivo; in altre parole, garantisce che vi sia un corrispondente quantitativo di *assets*.

Per assicurare, che, almeno al momento della sua formazione, il valore nominale del capitale sociale sia anche “coperto” dal valore reale dei beni conferiti, opera la disciplina della stima dei

---

<sup>(70)</sup> *Report on the proportionality principle in the European Union (Proportionality between ownership and control in EU listed companies – External study commissioned by the European Commission)*, 18 maggio 2007, disponibile al link seguente: [www.ecgi.org/osov/final\\_report.php](http://www.ecgi.org/osov/final_report.php), elaborato dall'Institutional Investor Service, dallo European Corporate Governance Institute e dallo studio legale Sherman & Sterling.

<sup>(71)</sup> La scansione delle funzioni del capitale sociale riportata sembra essere consolidata nella manualistica italiana; in particolare si seguirà qui - sebbene non del tutto fedelmente e con varie integrazioni - la categorizzazione proposta da G. FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 741, in part. 750 ss.

conferimenti in natura; va del resto considerato che la connotazione di garanzia attiene alla dimensione “reale” - e non “nominale” - del capitale sociale, ed invero sarebbe riconducibile anche all'intero patrimonio della società. In questo modo, la funzione di garanzia del capitale sociale si rivolge ai creditori sociali, in quanto il capitale rappresenta un quantitativo di beni su cui i loro diritti di credito potrebbero trovare soddisfazione. Occorre poi segnalare che, se questa fosse l'unica funzione assegnata al capitale sociale, potrebbero essere oggetto di conferimento solamente beni suscettibili di essere espropriati forzosamente.

Assolve primariamente a questa funzione di garanzia il c.d. “sistema del netto”, in virtù del quale i soci possono distribuire solo e soltanto gli utili di bilancio, ossia quella parte del valore del patrimonio netto che eccede la misura del capitale sociale (art. 2433 cod. civ.)<sup>(72)</sup>. La distribuzione anticipata del capitale sociale, invece, è sottoposta alla necessità di procedere ad una riduzione dello stesso, eseguibile solo in mancanza di opposizione dei creditori (art. 2445 cod. civ.), così come il suo rimborso in sede di liquidazione è sottoposto alla previa soddisfazione dei creditori (art. 2491 cod. civ.); analogamente, vi sono dei vincoli rispetto alle distribuzioni che gli azionisti potrebbero fare a se stessi tramite l'acquisto di azioni proprie (art. 2357 cod. civ.).

Anche la connotazione “produttiva” del capitale, come la sua funzione di garanzia, si basa sulla dimensione “reale” dello stesso, ed attiene all'insieme dei mezzi propri destinati all'esercizio dell'impresa; grazie al meccanismo vincolistico a livello di bilancio sopra menzionato, viene assicurato che una misura di mezzi finanziari corrispondente al capitale sociale resti asservita al perseguimento dell'oggetto sociale.

E' in quest'ottica che, già alcuni decenni fa, un'autorevole dottrina prospettava la necessità che il capitale sociale iniziale (*i.e.* minimo) delle società fosse adeguato (“congruo”) rispetto al perseguimento dell'oggetto sociale prefissato<sup>(73)</sup>. Potrebbe essere considerato positivo, infatti, il fatto che il conseguente effetto di barriera all'ingresso consentirebbe l'accesso all'esercizio di

---

(72) La violazione del divieto di distribuzione, peraltro, costituisce anche un delitto, quando si sostanzia nella restituzione, al di fuori dei casi di legittima riduzione del capitale, dei conferimenti (art. 2626 cod. civ.), o una contravvenzione, quando comporta una ripartizione di utili o di acconti su utili non effettivamente conseguiti, o destinati per legge a riserva, o di riserve non distribuibili, anche non costituite con utili (art. 2627 cod. civ.).

(73) G.B. PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 33 ss. Più recentemente, ID., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in G.E. Colombo - G.B. Portale (dir. da), *Trattato delle società per azioni*, 1\*, Torino, 2004, 3, nonché ID., *Lezioni pisane di diritto commerciale* (a cura di F. Barachini), Pisa, 2014, 49 ss.

un'impresa in forma di società di capitali - con la relativa limitazione della responsabilità patrimoniale - solo ad iniziative "credibili" <sup>(74)</sup>.

Di contro, tuttavia, con l'esperienza della *new economy* si è anche iniziato a discutere dell'opportunità di consentire la costituzione di società "a bassa intensità di capitale", sulla scorta della considerazione per cui "il capitale strategicamente più rilevante sono le idee. Le idee sono asset in sé. E le idee si producono con bassa intensità di capitale (spesso in totale assenza di capitale). Non solo. Le idee tendono ad autofinanziarsi e comunque tendono a "remunerare" il capitale in forme finanziarie diverse da quelle classiche" <sup>(75)</sup>. Oggi, quindi, sembra prevalere lo scetticismo circa il fatto che al capitale sociale siano legate esigenze di adeguatezza rispetto all'attività sociale <sup>(76)</sup>.

La disciplina del capitale sociale - in particolare nella sua accezione di capitale "nominale" - svolge anche una funzione informativa, nei confronti del mercato, circa la consistenza "minima" del patrimonio. Infatti, allorché il patrimonio si riduca per perdite al di sotto del capitale nominale per oltre un terzo, il suo ammontare "dichiarato" deve essere ridotto in modo corrispondente, salvo che le perdite vengano ripianate (art. 2446 cod. civ.).

Questa funzione risulta peraltro alla base anche della previsione per cui le società di capitali devono indicare, "negli atti e nella corrispondenza", il capitale "secondo la somma effettivamente versata e quale risulta esistente dall'ultimo bilancio" (art. 2250, co. 2, cod. civ.).

---

<sup>(74)</sup> Il *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 4 novembre 2002, 82, a questo proposito, conclude: "the only function of the minimum capital requirement is to deter individuals from light-heartedly starting a public limited company. We are not convinced that minimum capital, at its present levels, perform any other useful functions, but there is no evidence that it constitutes a hurdle to business activity either. It is probably wise not to spend much time on minimum capital in a reform to make the current system more efficient, and to direct attention to issues which are more relevant. The minimum capital requirement should not be removed, nor increased".

<sup>(75)</sup> Così la Relazione al disegno di legge che ha poi portato all'approvazione della legge n. 383/2001, che all'art. 6 prevedeva la possibilità per le s.p.a., s.r.l. e s.a.p.a. di conferire in conto capitale polizze assicurative o fidejussioni bancarie. La norma è stata poi implicitamente abrogata dalla riforma di cui al D.Lgs. n. 6/2003, probabilmente anche per il rilievo della sua contrarietà alla seconda direttiva comunitaria in materia societaria (direttiva 77/91/CE), segnalata anche da G.B. PORTALE, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. soc.*, 2002, 146. Sulla scia dell'impostazione del legislatore del 2001 è rimasto l'attuale art. 2464, co. 4 e 6, cod. civ., che prevede, per le s.r.l., la possibilità di sostituire il versamento (anche del 25% iniziale) del capitale sociale con la stipula di una polizza di assicurazione o una fideiussione bancaria, nonché la possibilità che i conferimenti avvengano mediante la prestazione di una polizza di assicurazione o una fideiussione bancaria a garanzia degli obblighi di prestazione d'opera o di servizi assunti dal socio a favore della società.

<sup>(76)</sup> In questo senso è orientato il *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit. (*supra*, nt. 74), 78.

La funzione che si è sopra definita “preventiva” risiede nel fatto che la disciplina del capitale contempla la regola c.d. “ricapitalizza o liquida”, la quale impone che, in presenza di perdite che intacchino il capitale sino a portarlo al di sotto del minimo legale, lo stesso sia ridotto in misura corrispondente e al contempo riportato al di sopra del minimo legale, oppure che la società sia posta in liquidazione. In alternativa, invero, l’art. 2447 cod. civ. contempla anche una terza possibilità, consistente nella trasformazione della società in un tipo societario con cui sia compatibile la ridotta misura del capitale sociale. In tal modo, la disciplina del capitale sociale avrebbe il compito di prevenire l’insolvenza della società, facendo scattare i meccanismi sopra menzionati prima che l’insolvenza si verifichi.

Infine, il capitale sociale rappresenta il parametro comune ed oggettivo rispetto al quale vengono misurati i diritti ed i poteri dei soci. Invero, in questa prospettiva, non sembra avere rilievo la misura complessiva del capitale sociale, importando piuttosto la sua mera dimensione numerica, che funge da “denominatore” delle diverse partecipazioni. Sembra, però, da escludere, che il riferimento al capitale sociale per questi scopi organizzativi sia irrinunciabile: basti considerare alla possibilità, nelle s.p.a., dell’emissione di azioni senza valore nominale o, in altra prospettiva, prive del diritto di voto <sup>(77)</sup>.

Come anticipato, nel dibattito degli ultimi anni è stato revocato in dubbio che la disciplina del capitale sociale, per come esistente in Europa, sia realmente idonea a svolgere le funzioni che le sono tradizionalmente assegnate. In particolare, quanto alla pretesa funzione di garanzia del capitale sociale, è stato osservato che l’effettività della sua tutela rischia di andare persa, essendo basata solamente su valori contabili, che possono discostarsi in modo rilevante dai valori reali.

Rispetto alla funzione di garanzia, poi, sembra avere oggi scarsa rilevanza la misura del capitale sociale minimo, posto nei paesi dell’Europa continentale a livelli verosimilmente troppo bassi per rappresentare realmente, di per sé, una garanzia per i creditori <sup>(78)</sup>.

---

<sup>(77)</sup> O anche, anticipando quanto si dirà, la possibilità di emissione di azioni a voto plurimo o maggiorato, introdotta dal decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (conv. con legge 11 agosto 2014, n. 116): novità sulla quale si veda P. MARCHETTI, *Commento all’art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno del Consiglio Notarile di Milano, 22 settembre 2014, reperibile in [www.marchettilex.it](http://www.marchettilex.it); v. anche M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, relazione al Convegno di studio su “Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati”, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, reperibile al link [www.cnpds.it/documenti/relazione\\_prof\\_spolidoro.pdf](http://www.cnpds.it/documenti/relazione_prof_spolidoro.pdf).

<sup>(78)</sup> Il *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit. (*supra*, nt. 74), 87, nota che “*In theory, creditors are protected by legal capital, but it is clear that legal capital may account for only a small fraction of the company’s assets*”.

In merito alla funzione informativa del capitale, è stata rivolta una critica basata sull'osservazione pratica per cui è ben difficile che un creditore (potenziale o attuale), che sia interessato a conoscere le condizioni e l'affidabilità economica di una società, guardi alla misura del capitale sociale e non piuttosto al suo bilancio d'esercizio <sup>(79)</sup>.

E' stato osservato, poi, che il creditore è più interessato a conoscere della capacità del debitore di pagare i propri debiti nel breve-medio termine, piuttosto che della consistenza del suo capitale sociale, posto che quest'ultimo fattore sarebbe un indicatore "primitivo ed approssimativo" della capacità finanziaria della società <sup>(80)</sup>.

Quanto alla funzione preventiva della normativa sul capitale sociale, nel dibattito circa la sua necessità e/o l'opportunità, è stato ampiamente revocato in dubbio che la regola "ricapitalizza o liquida" sia veramente in grado di svolgere tale funzione. Uno dei principali argomenti di critica, infatti, è l'osservazione per cui, una volta che le perdite abbiano provocato la riduzione del capitale al di sotto del minimo legale, è altamente probabile che la società sia già insolvente <sup>(81)</sup>.

D'altra parte, è stato anche osservato che una disciplina preventiva che guardi al solo capitale sociale è di per se stessa poco efficace, in quanto la crisi dell'impresa si manifesta più che altro in perdite nel valore del suo patrimonio, piuttosto che del suo capitale. Ciò, del resto, sarebbe confermato anche dalla disciplina specifica di alcune tipologie di operatori, che prevede la necessità della liquidazione coatta allorché si registrino perdite, purché di eccezionale gravità, del patrimonio (art. 80, D.Lgs. n. 385/1993, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia; art. 57, D.Lgs. n. 58/1998, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria; art. 245, D.Lgs. n. 209/2005, Codice delle assicurazioni private).

In aggiunta a tali critiche, è stato anche posto in dubbio che, più in generale, la disciplina del capitale sociale sia uno strumento efficiente per fornire protezione ai creditori della società. Pur riconoscendo che, in assenza di vincoli in senso opposto, i soci avrebbero l'incentivo a dotare la società della misura più ridotta possibile di capitale, si afferma che questi vincoli non devono

---

<sup>(79)</sup> L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 607, in part. a p. 627, nt. 88.

<sup>(80)</sup> Così il *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit. (*supra*, nt. 74), 79: "It can also be said that the amount of legal capital, as shown in the articles of association, is a very primitive and inaccurate indication of the company's ability to pay its debts".

<sup>(81)</sup> R. KRAAKMAN - P. DAVIES - H. HANSMANN - G. HERTIG - K. HOPT - H. KANDA - E. ROCK, *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006 (traduzione italiana a cura di L. Enriques della prima edizione di *The Anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach*, Oxford, 2004), 106.

necessariamente essere stabiliti dalla legge, anche perché norme imperative al riguardo, in quanto improntate al principio *one-size-fits-all*, non possono che avere in sé il difetto della sovra-regolamentazione <sup>(82)</sup>.

In questa prospettiva - che svolge considerazioni in linea con i canoni dell'analisi economica del diritto - viene osservato che esistono quantomeno due categorie di creditori: alcuni, disposti a, e capaci di, sopportare i costi di transazione necessari a negoziare i termini del rapporto con il debitore, in modo da ridurre il rischio di *default* (c.d. *adjusting creditors*); altri, che non si trovano nella posizione di poter negoziare i termini del rapporto creditorio, quali ad esempio creditori “deboli” (lavoratori, consumatori, ma anche lo Stato, ad esempio per crediti fiscali) o “involontari” (c.d. *non adjusting creditors*) <sup>(83)</sup>. Ebbene, viene affermato che gli *adjusting creditors* sono in una posizione tale da potersi tutelare da sé, mediante una disciplina negoziale del rapporto che, ad esempio, impedisca la distribuzione ai soci di risorse della società. All'obiezione per cui solo una parte dei creditori - e solo quelli più “forti” - sarebbero in grado di “badare a se stessi”, si risponde che della vigilanza svolta proprio da questi creditori “forti” beneficerebbero indirettamente anche tutti gli altri, sicché in ultima analisi il mercato sarebbe di per sé capace di fornire adeguata tutela a tutti i creditori <sup>(84)</sup>.

E' stata, poi, oggetto di particolari critiche la regola c.d. “ricapitalizza o liquida”, prevista in numerosi Stati membri dell'Unione Europea, benché non prevista nella seconda direttiva comunitaria. Le principali obiezioni a tale disciplina attengono al fatto che essa crea la possibilità di comportamenti opportunistici da parte dei soci, quando intendano liberarsi dal vincolo sociale, oppure per gli azionisti di maggioranza, per escludere gli azionisti di minoranza privi di liquidità. E' stato recentemente evidenziato che, in condizioni di mercato avverse, le svalutazioni contabili delle attività aziendali sono più frequenti, sicché, grazie alla regola “ricapitalizza o liquida” potrebbe darsi luogo a “*abusi 'legalizzati' a danno delle minoranze da parte dei soci di controllo*” <sup>(85)</sup>.

---

<sup>(82)</sup> J. ARMOUR, *Legal capital: an outdated concept?*, 2006, in *www.ssrn.com*, 6.

<sup>(83)</sup> J. ARMOUR, *Legal capital: an outdated concept?*, *cit. (supra*, nt. 82), 3.

<sup>(84)</sup> L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 85.

<sup>(85)</sup> L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, *lectio magistralis* tenuta al Dipartimento di Economia dell'Università di Trento il 3 novembre 2011, disponibile su *www.consob.it*, 6 ss., che propone, per la ragione indicata nel testo, la disapplicazione dell'art. 2447 cod. civ. alle società quotate.

Nel dibattito innescato da tali critiche, tuttavia, è stato ribattuto che il mercato non sarebbe in grado di “*fungere nella specie da meccanismo di produzione di regole efficienti?*”<sup>(86)</sup>, in quanto - in estrema sintesi - il problema delle asimmetrie informative porterebbe ad un meccanismo di selezione avversa, da cui discenderebbe in ultima istanza un livello insufficiente di affidabilità degli obblighi imposti al debitore con la contrattazione privata<sup>(87)</sup>. Inoltre, si dovrebbe considerare che il monitoraggio sul debitore che verrebbe svolto da parte dei creditori “forti” avrebbe le caratteristiche dei beni pubblici, aggravate dalle norme sul concorso tra i creditori e sulle revocatorie in sede fallimentare, che imporrebbero al creditore *adjusting* di condividere con altri i benefici della propria attività di monitoraggio; la conseguenza sarebbe perciò, una “sottoproduzione” del bene “monitoraggio”<sup>(88)</sup>. In conclusione, viene considerato che la riduzione (o l’eliminazione) dei requisiti minimi di capitale potrebbe ben essere giustificata con argomenti politici - favorire l’avvio di nuove attività - ma non potrebbe anche fregiarsi di essere la soluzione più efficiente<sup>(89)</sup>.

L’ulteriore replica, in tale dibattito, sottolinea che nel confronto tra una situazione di libero mercato e una situazione in cui il mercato è regolato, occorre tenere presente che le regole impongono dei costi, sicché l’affermazione per cui l’assenza di dette regole genererebbe una quantità sub-ottimale di vincoli di comportamento e obblighi informativi “*non è sufficiente a giustificare queste ultime in termini di efficienza (è la ben nota Nirvana fallacy)*”<sup>(90)</sup>.

Vi è, poi, chi (in un articolo di taglio divulgativo) ha efficacemente osservato che “[c]hi disprezza il capitale sociale minimo, forse, dovrebbe dire che andrebbe regolato in modo diverso e più incisivo, non che non serve a nulla. Sostenere il contrario è come dire che è inutile proibire il mitra, perché si può uccidere anche con un mattarello”<sup>(91)</sup>.

---

(86) F. DENOZZA, *A che serve il capitale?* (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules*), in *Giur. Comm.*, 2002, I, 585, in part a p. 589.

(87) F. DENOZZA, *A che serve il capitale?*, cit. (*supra*, nt. 86), 591.

(88) F. DENOZZA, *A che serve il capitale?*, cit. (*supra*, nt. 86), 593-594.

(89) F. DENOZZA, *A che serve il capitale?*, cit. (*supra*, nt. 86), 600.

(90) L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, cit. (*supra*, nt. 79), 616.

(91) M. VENTORUZZO, *Requiem inopportuno per il capitale sociale*, 15 settembre 2015, in *www.lavoce.info*, il quale osserva anche che “[s]ostenere che il capitale sociale non serve a nulla è falso. Innanzitutto, richiedere che i soci investano una somma rischiando di perderla è un filtro minimo sulla serietà degli intenti e aggiunge un incentivo – per quanto piccolo – a comportamenti corretti. In secondo luogo, l’abuso è sempre possibile, ma vi sono norme che in caso di perdita del capitale impongono la sua ricostituzione o lo scioglimento dell’ente, norme sanzionate civilmente e penalmente. Se le norme sono ben applicate, la perdita del capitale impone azioni correttive ad amministratori e soci e rappresenta un utile campanello

Il dibattito europeo sul capitale sociale non è rimasto confinato all'accademia, in quanto, anche grazie al contributo del *High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* costituito su iniziativa della Commissione Europea nel 2002, il tema è entrato nel successivo *Action Plan* del 2003 <sup>(92)</sup>. Le proposte contenute nel *Report* elaborato dal menzionato *High Level Group of Company Law Experts* sono poi, in parte, recepite nella direttiva 2006/68/CE del 25 settembre 2006, che ha apportato modifiche alla seconda direttiva in materia societaria, introducendo deroghe alla disciplina dei conferimenti in natura, ha reso meno rigidi i limiti per l'acquisto di azioni proprie ed ha eliminato il divieto di assistenza finanziaria all'acquisto di azioni (ponendovi comunque dei limiti) <sup>(93)</sup>.

L'intervento europeo non ha accolto le istanze per l'introduzione di un regime alternativo al capitale sociale, posto che lo studio di fattibilità svolto al riguardo ha concluso la propria indagine nel senso che i costi derivanti dall'abbandono del sistema basato sul capitale sociale nominale potrebbero superare i benefici attesi <sup>(94)</sup>; tuttavia, è significativo che le modifiche apportate alla seconda direttiva abbiano "allentato" la disciplina del capitale sociale, in particolare rendendo possibile effettuare distribuzioni in forme "alternative" ai soci <sup>(95-96)</sup>.

---

*d'allarme. In terzo luogo, se una cifra fissa è spesso sproporzionata alle esigenze dell'impresa, non è impossibile prevedere obblighi di capitale flessibili in ragione della struttura finanziaria e del rischio, come accade in modo più sofisticato per le banche (Basilea). Infine, nemmeno l'invocazione delle barriere all'ingresso tiene. Difficile sostenere che 10mila euro, la cifra necessaria per creare una Srl, che non deve nemmeno essere versata in denaro, siano troppi anche per un bar di quartiere. Inoltre, delle due l'una: o il capitale sociale è inutile perché spesso inadeguato, oppure è spesso una cifra significativa che scoraggia l'imprenditorialità".*

<sup>(92)</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, COM (2003) 284, 21 maggio 2003.

<sup>(93)</sup> V. in proposito G. SANDRELLI, *La direttiva sul capitale sociale dopo l'«aggiornamento» del 2006: dibattito e riforme*, in *Riv. dottori comm.*, 2008, 1125 ss.

<sup>(94)</sup> KPMG, *Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU accounting regime*, 2008).

<sup>(95)</sup> A. PACIELLO, *La funzione normativa del capitale nominale*, in *RDS*, 2010, 2, in part. a p. 5, osserva che le modifiche introdotte dalla direttiva del 2006, recepite in Italia con il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142, hanno realizzato "un consistente arretramento della tutela valoristica del capitale". N. ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la "nuova" Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. "semplificazione" della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Riv. dir. impr.*, 2009, 248, consultato in [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it), 29-30, sembra valutare criticamente la scelta del legislatore italiano di recepire la direttiva comunitaria sfruttando gli spazi di autonomia concessi agli Stati per "accentuare l'autonomia degli operatori e [...] rimuovere rigidità e vincoli derivanti dal sistema del capitale nominale", anche se pare che il giudizio attenga soprattutto alla tecnica redazionale delle norme italiane, più che basarsi sul merito dell'efficienza ed opportunità del sistema del capitale sociale.

**2.3.- I frutti del dibattito: s.p.a a struttura finanziaria “variegata” e s.r.l. (quasi) senza capitale.**

E’ nel dibattito sin qui descritto che deve essere collocato anche l’intervento del legislatore italiano del 2003, il quale con la riforma del diritto societario ha contribuito “*in modo sostanziale ad un ampliamento dei canali di finanziamento dell’impresa azionaria attraverso tecniche e strumenti propri del diritto azionario*” <sup>(97)</sup>, realizzando un “*probabile miglioramento del grado di ‘competitività’ dell’ordinamento societario italiano relativamente alla struttura finanziaria della s.p.a.*” <sup>(98)</sup>.

In tale contesto, infatti, per un verso, è stato reso esplicito il principio della “atipicità” delle categorie di azioni <sup>(99)</sup>, mentre, per altro verso, è stata prevista espressamente la possibilità di emissione di tipi “speciali” di obbligazioni anche per le società di “diritto comune” (ossia, diverse dalle banche: cfr. art. 2411 cod. civ.). Un impatto ancora maggiore sulla tradizionale classificazione degli elementi costituenti la struttura finanziaria della società è stato prodotto dall’introduzione dell’istituto degli strumenti finanziari partecipativi, grazie ai quali è divenuta possibile la partecipazione al capitale di rischio dell’impresa, per di più attraverso titoli che attribuiscono prerogative (patrimoniali e/o amministrative) proprie dei soci, senza però dover sottoscrivere quote di capitale sociale e quindi, di fatto, potendosi sottrarre alla disciplina del capitale sociale stesso. Non a caso, è proprio nell’introduzione degli SFP che alcuni commentatori ravvisano uno dei fondamentali tasselli della “*attenuazione*” dei principi fondamentali sui quali si regge la “tradizionale” struttura finanziaria delle società, *in primis* del “*principio di proporzionalità tra diritto di voto e azione*” <sup>(100)</sup>.

Il processo avviato nel 2003, volto, per un verso, a ridurre i costi imposti dalla disciplina del capitale sociale e, per altro verso, ad agevolare il reperimento di risorse per lo svolgimento dell’attività d’impresa in forma societaria, anche attraverso la possibilità di creare una struttura

---

<sup>(96)</sup> In Italia, poi, la disciplina dell’acquisto delle azioni proprie è stata oggetto di ulteriore modifica, ad opera della legge 9 aprile 2009, n. 33 (di conversione del decreto legge 10 febbraio 2009, n. 5, recante “*misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi*”). V. in proposito M. STELLA RICHTER JR., *Novo e novissimo regime dell’acquisto delle azioni proprie*, in [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it).

<sup>(97)</sup> U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, cit. (*supra*, nt. 6), 1089.

<sup>(98)</sup> Ancora U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, cit. (*supra*, nt. 6), 1092.

<sup>(99)</sup> M. NOTARI, in Aa.Vv., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004, 140.

<sup>(100)</sup> C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto*, in *Società*, 2015, 1073.

finanziaria “elastica”, con l’emissione di strumenti finanziari (intesi in senso ampio) che possano essere variamente forgiati in base alle esigenze concrete delle parti, è proseguito ed ha registrato ulteriori evoluzioni. Ciò è avvenuto, peraltro, in conseguenza degli effetti della nota crisi finanziaria che ha avuto avvio nel 2008, la quale ha inciso negativamente sulla situazione finanziaria delle imprese, con il conseguenziale deterioramento anche della qualità del credito bancario; l’ulteriore effetto di ciò è stato un “razionamento” del credito bancario alle imprese, oltretutto rafforzato anche dall’implementazione delle regole del c.d. accordo di Basilea 3 <sup>(101)</sup>.

Senza necessità di entrare qui nel dettaglio, a tal proposito si ricorda anzitutto, in ordine di tempo, l’introduzione per le società quotate delle azioni “con maggiorazione del dividendo” di cui all’art. 127-*quater* T.U.I.F., ad opera del D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 <sup>(102)</sup>.

Si segnala, poi, la previsione delle obbligazioni con clausola di subordinazione o di partecipazione agli utili d’impresa, operata dall’art. 32 del D.L. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. Decreto Sviluppo) <sup>(103)</sup>.

---

<sup>(101)</sup> Si veda, in proposito, l’intervento del Presidente della Consob, G. Vegas, alla VI Commissione (Finanze) della Camera dei Deputati, *Audizione nell’ambito dell’indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, 22 ottobre 2013, disponibile in [www.consob.it](http://www.consob.it); in part. a p. 6 si afferma: “[I]talia si avvicina al possibile punto di svolta nel ciclo macroeconomico con un tessuto produttivo largamente debilitato e un sistema bancario che, date le attuali dotazioni patrimoniali, difficilmente potrà espandere significativamente gli impieghi a favore delle imprese italiane. Ne consegue la necessità di adottare strumenti di politica economica tesi, da un lato, a sviluppare fonti di finanziamento alternative al credito bancario (quotazione in borsa, venture capital, crowdfunding, minibond, etc.); dall’altro lato a rimuovere o alleviare l’attuale saturazione dei canali di espansione degli attivi bancari”. Peraltro nel medesimo documento, a p. 10, si indicava l’eliminazione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo come “uno degli strumenti utili a vincere molte resistenze degli imprenditori a diluire il controllo di diritto” e, quindi utile a favorire l’apertura al mercato dei capitali da parte delle società italiane.

<sup>(102)</sup> Cfr., tra gli altri: G. RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo ad incentivazione dell’azionariato attivo*, trascrizione dell’intervento al Convegno “I diritti degli azionisti di società quotate e le nuove regole assembleari: la Direttiva 2007/36/CE” organizzato dalla Fondazione italiana del Notariato e tenutosi a Milano il 15 ottobre 2010, disponibile al link <http://elibrary.fondazione-notariato.it>; N. DE LUCA, *Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull’art. 127-*quater* t.u.f.*, in *RDS*, 2012, I, 23 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 89 ss.

<sup>(103)</sup> Il menzionato decreto legge è stato convertito, con modificazioni, in l. 7 agosto 2012, n. 134 e successivamente modificato dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, a sua volta convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221. Si tornerà sul tema *infra*, si segnala comunque sin d’ora, in proposito, P. CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, 2014, 183 ss., il quale (condivisibilmente) ritiene che l’intervento normativo in questione abbia avuto solo una valenza di incentivazione fiscale e non anche una portata “tipizzatrice d’ordine civilistico generale” (per questa espressione cfr. *ivi*, p. 184, nt. 5). Diversamente v. però A. GIANNELLI, *La disciplina in materia di obbligazioni emesse da società non quotate dopo il “Decreto per la Crescita”*, notizia in *Riv. soc.*, 2012, 831 ss.

La disciplina delle obbligazioni è stata ulteriormente modificata con il D.L. 23 dicembre 2013, n. 154 (c.d. Decreto destinazione Italia), convertito in l.21 febbraio 2014, n. 9, il quale ha sintesi facilitato la creazione

Si consideri, ancora, il più recente abbassamento della misura minima del capitale sociale per le società per azioni, portato a Euro 50.000 dall'art. 19-*bis*, co. VII, del D.L. 24 giugno 2014, n. 91.

Contestualmente alla riduzione del capitale sociale minimo per le S.p.A., si è avuta l'ancor più significativa introduzione, ad opera del medesimo provvedimento (ossia il D.L. 91/2014), delle azioni a voto maggiorato (nuovo art. 125-*quinques* T.U.I.F.) e delle azioni a voto plurimo (nuovi art. 2341, co. 3 e 4, cod. civ. e art. 125-*sexies* T.U.I.F.). Con ciò, secondo alcuni, sarebbe stato “scardinato [...] un sistema di regole”, in particolare quello concernente la proporzionalità tra il rischio sopportato da ciascun socio e il suo potere di incidere sulle decisioni sociali <sup>(104)</sup>. Non è necessario soffermarsi ora sulle peculiarità di ciascuna di queste innovazioni, posto che su alcune di esse ci si soffermerà più avanti.

Anche sul versante delle società a responsabilità limitata, per la quale non operano i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria, si sono registrate importanti modifiche in tempi recenti.

Le innovazioni, in verità, hanno riguardato anche altri Stati europei, probabilmente per via della contestuale insorgenza delle condizioni per cui in vari Stati si aprisse una stagione di nuove regolamentazioni sulle dotazioni di capitale minimo per le società a responsabilità limitata (o *private limited companies*, *GmbH*, etc., comunque al di fuori dell'ambito di applicazione della seconda direttiva), ossia: (i) la sempre maggiore importanza nell'economia delle società di servizi, per le quali la dotazione di capitale iniziale è meno importante; (ii) la spinta della competizione fra ordinamenti statali, sulla scorta della lettura della Corte di Giustizia europea del principio di libertà di stabilimento; (iii) il generale rallentamento dell'economia, che rende (anche politicamente) necessario intervenire per rendere meno costoso l'avvio di nuove attività.

A questo proposito si deve anzitutto ricordare come, nella seconda metà degli anni 2000, il legislatore tedesco abbia deciso di intervenire per limitare la diffusione delle *private companies*

---

di garanzie reali a favore dei portatori dei titoli, alla stregua di quanto già previsto per i finanziamenti bancari. Inoltre, il medesimo provvedimento, unitamente a ulteriori modifiche apportate dal D.L. 24 giugno 2014, n. 91, hanno ampliato la definizione di “cartolarizzazione” e l'ambito di applicazione della legge n. 130/1999, con l'obiettivo di consentire l'utilizzo delle società di cartolarizzazione quali collettori di “minibond”, accorpando diverse emissioni obbligazionarie, la cui sottoscrizione da parte della società di cartolarizzazione viene finanziata mediante l'emissione di un'unica serie di titoli di dimensioni più rilevanti (e per questo più liquida) da collocare presso investitori qualificati (così A. GIANNELLI, *Ancora novità legislative per favorire il finanziamento delle società non quotate mediante i mercati dei capitali*, notizia in *Riv. soc.*, 2014, 916 ss.

<sup>(104)</sup> C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto*, cit. (*supra*, nt. 100), 1073.

inglesi <sup>(105)</sup>, dapprima ipotizzando una riduzione del capitale sociale minimo per la *GmbH* da Euro 25.000,00 a Euro 10.000,00 <sup>(106)</sup>, per poi mutare direzione e introdurre una “sottoforma” di *GmbH*, che può essere costituita con 1 Euro di capitale, con l’obbligo, però, di destinare annualmente a riserva legale il 25% dell’utile netto, sino a che il capitale non raggiunga la soglia di Euro 25.000,00 <sup>(107)</sup>.

Pur dopo aver raggiunto tale soglia, non pare che la UG debba necessariamente “trasformarsi” (benché di trasformazione in senso proprio non dovrebbe parlarsi, visto che non si tratta di un tipo societario diverso) in *GmbH* <sup>(108)</sup>. I soci fondatori non devono essere necessariamente persone fisiche, ma la UG non può mai essere la forma di destinazione di un’operazione di trasformazione <sup>(109)</sup>.

Pare degno di particolare menzione l’intervento del legislatore tedesco per adattare alla UG la regola “ricapitalizza o liquida”, che avrebbe poco significato in presenza di una dotazione di capitale minima. E’ stato, infatti, previsto che allorché si presenti un’“imminente incapacità di pagamento”, debba essere immediatamente convocata l’assemblea dei soci, e tale regola sostituisce quella che nella *GmbH* tradizionale scatta in caso di perdita di metà del capitale sociale <sup>(110)</sup>.

E’ possibile, poi, richiamare la *Société à responsabilité limitée* (SARL) e l’*Entrepreneur individuel à responsabilité limitée* (EIRL) francesi. Con la *loi* n. 721 del 1° agosto 2003, “*Sur l’initiative économique*”, è stato previsto che la misura del capitale sociale della SARL è “fissata dallo statuto” (Art. L. 223-

---

<sup>(105)</sup> G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’“importanza quasi-sacramental” al ruolo di “ferro vecchio”?)*, in *Riv. soc.*, 2015, 815 ss., in part. a 818, osserva che la “vera ratio” dell’introduzione dell’UG “deve essere individuata nella reazione del legislatore tedesco al fenomeno collegato ai principi della giurisprudenza delle Corti di Giustizia europea, rappresentata dalle note sentenze «Centros», «Überseering» e (soprattutto) «Inspire Art»”.

<sup>(106)</sup> G. BALP, *Il progetto di una legge tedesca sul capitale legale minimo della società a responsabilità limitata*, notizia in *Riv. soc.*, 2005, 1167.

<sup>(107)</sup> G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con “capitale destinato” (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, 1240.

<sup>(108)</sup> G.D. VON DER LAAGE, *La “Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt): il nuovo modello di GmbH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca”*, in *Riv. soc.*, 2011, 404.

<sup>(109)</sup> G.D. VON DER LAAGE, *La “Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt): il nuovo modello di GmbH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca”*, cit. (*supra*, nt. 108), 404.

<sup>(110)</sup> G.D. VON DER LAAGE, *La “Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt): il nuovo modello di GmbH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca”*, cit. (*supra*, nt. 108), 404.

2 *code du commerce*) ed è, al contempo, stata eliminata la previsione dell'ammontare minimo del capitale sociale, in precedenza pari a Euro 7.500,00 <sup>(111)</sup>.

La riforma, quindi, non ha affatto accantonato la nozione - ed il sistema normativo - del capitale sociale, ma ne ha ridotto la misura sino all'unità di misura minima pari a 1 centesimo di Euro (per ciascun socio). Di conseguenza, benché la nuova normativa sia stata adottata sulla spinta delle concorrenze delle *private limited companies* inglese, la SARL francese non può essere considerata equivalente all'omologo tipo d'oltremarica in quanto resta fermo il vantaggio delle prime nel momento funzionale <sup>(112)</sup>.

E' stato osservato, peraltro, che ben difficilmente le SARL potranno esimersi dal dotarsi di un capitale sociale adeguato all'attività d'impresa, posto che uno dei presupposti per la c.d. *action de comblement du passif* (un'azione di responsabilità contro gli amministratori di società in stato d'insolvenza) consiste nell'aver accettato di gestire, ed aver gestito, una società manifestamente sottocapitalizzata <sup>(113)</sup>.

A fronte, tuttavia, dell'apparente scarso successo della SARL, nel 2010 - con la *loi* n. 658 del 15 giugno 2010) - il legislatore francese ha introdotto la figura dell'*Entrepreneur individuel à responsabilité limitée*, rivolto ai professionisti, che così potranno sfruttare la limitazione di responsabilità derivante dall'istituzione di un "patrimonio destinato" <sup>(114)</sup>.

In Spagna, anziché apportare una modifica alla disciplina del tipo societario della società responsabilità limitata, si è invece preferito introdurre - con la *ley* n. 7/2003 - una "subfattispecie" normativa <sup>(115)</sup>, definita *Sociedad Limitada Nueva Empresa*. Si era inizialmente previsto che il capitale sociale dovesse essere compreso tra Euro 3.012,00 ed Euro 120.202,00; oggi, con la trasfusione

---

<sup>(111)</sup> V. in merito C. CINCOTTI, *La disciplina della SARL di diritto francese nell'ambito del dibattito europeo sul capitale sociale*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, 600 ss.

<sup>(112)</sup> C. CINCOTTI, *La disciplina della SARL di diritto francese nell'ambito del dibattito europeo sul capitale sociale*, cit. (*supra*, nt. 111), 604, nt. 16.

<sup>(113)</sup> C. CINCOTTI, *La disciplina della SARL di diritto francese nell'ambito del dibattito europeo sul capitale sociale*, cit. (*supra*, nt. 111), 617. V. anche G. STRAMPELLI, *Distribuzione ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, 66.

<sup>(114)</sup> G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con "capitale destinato" (Capitale sociale quo vadis?)*, cit. (*supra*, nt. 107), 1246 che indica come precedente di tale istituto l'*Estabelecimento mercantil individual de responsabilidade limitada* portoghese, introdotto dal decreto legge n. 248/1986 (una traduzione del testo originario è edita in *Riv. soc.*, 1998, 848, con presentazione di P. Balzarini) ed assoggettato ad una disciplina sostanzialmente analoga a quella delle società di capitali e con un capitale minimo pari a Euro 5.000,00.

<sup>(115)</sup> G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con "capitale destinato" (Capitale sociale quo vadis?)*, cit. (*supra*, nt. 107), 1240. Lo stesso art. 434 del *texto refundido* definisce la SLNE come "*especialidad de la sociedad de responsabilidad limitada*".

delle relative norme negli artt. 434 - 454 del *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital* <sup>(116)</sup>, gli importi sono stati arrotondati a Euro 3.000,00 ed Euro 120.000,00, con la previsione che esso “*sólo podrá ser desembolsado mediante aportaciones dinerarias*” (art. 443). Benché il capitale sociale minimo non sia stato ridotto e debba essere sottoscritto integralmente con conferimenti in denaro - e ciò possa essere, in certi casi, un ostacolo - una delle ragioni principali dell'introduzione di questa forma di *sociedad limitada* è stata la volontà di ridurre i costi e i tempi di costituzione, attraverso una particolare procedura telematica e sfruttando un modello *standard* di atto costitutivo; si parla, per questo, della possibilità di costituire una SLNE in 24 ore <sup>(117)</sup>. Possono essere soci della SLNE solamente persone fisiche, che non possono essere più di cinque al tempo della costituzione (art. 437). Pare utile segnalare, infine, che l'art. 453 prevede che la SLNE si scioglia, *inter alia*, “*por consecuencia de pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto [e non del capitale sociale] a una cantidad inferior a la mitad del capital social durante al menos seis meses*”.

Nel 2013, poi, la normativa spagnola è stata ulteriormente modificata dalla *ley* n. 14, la quale ha introdotto la *sociedad en régimen de formación sucesiva*, grazie alla quale, ferma la dotazione minima di capitale sociale pari a 3.000, è possibile costituire una società a responsabilità limitata con un capitale inferiore a quello minimo legale, con obbligo di accantonamento del 20% degli utili realizzati sono al raggiungimento del capitale minimo (come nella UG tedesca) e, peraltro, con la responsabilità personale dei soci e degli amministratori, ma ciò solo entro il limite della misura del capitale sociale minimo (cioè 3.000 Euro), nel caso in cui, nel contesto della liquidazione della società, il patrimonio sociale risulti insufficiente a ripagare i debiti della società stessa <sup>(118)</sup>.

Con la *loi* 12 gennaio 2010 anche in Belgio è stata introdotta una variante della società a responsabilità limitata, il cui capitale sociale minimo è pari a 1 Euro. La *Société privée à responsabilité limitée*-“*Starter*”, in particolare, è stata introdotta per fornire uno strumento idoneo ad evitare (o quantomeno limitare) la concorrenza delle *private companies* inglesi, nonché per fornire ai giovani imprenditori uno strumento meno costoso per dare avvio ad un'attività <sup>(119)</sup>.

---

<sup>(116)</sup> Consultabile al seguente *link*: <http://noticias.juridicas.com>.

<sup>(117)</sup> F. JUAN-MATEU, *Private Company in Spain - Some Recent Developments*, in *European Company and Financial Law Review* 60, 2004, 60, in part. a p. 62.

<sup>(118)</sup> G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall'“importanza quasi-sacramental” al ruolo di “ferro vecchio”?)*, *cit.* (nt. 105, *supra*), 820.

<sup>(119)</sup> G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con “capitale destinato” (Capitale sociale quo vadis?)*, *cit.* (*supra*, nt. 107), 1242.

Inizialmente, si prevedeva che la nuova forma societaria fosse utilizzabile solo “a scadenza”, in quanto la sua durata massima era di 5 anni (con obbligo, al termine, di trasformazione in SPRL, con conseguente aumento del capitale sociale). La legge 15 gennaio 2014, n. 10 ha invece eliminato il predetto limite temporale <sup>(120)</sup>.

Occorre tuttavia tener conto del fatto che lo stesso legislatore belga ha mantenuto ferma la previsione dell’obbligo di redigere un “piano finanziario” da depositare presso un notaio, in cui deve essere indicata la congruità del capitale sociale e dei finanziamenti dei soci rispetto all’attività sociale programmata; ciò con l’appendice per cui, in caso di manifesta inadeguatezza dei mezzi propri, in caso di fallimento della società vi è una responsabilità solidale verso i terzi dei soci fondatori. Vi sono, di conseguenza, fondati dubbi sull’attrattività di questa innovazione <sup>(121)</sup>.

Vi sono novità anche a livello comunitario, posto che il 9 aprile 2014 il Parlamento Europeo e il Consiglio dell’Unione hanno formulato una proposta di direttiva concernente la *Societas Unius Personae* (in breve, SUP), ossia una società a responsabilità limitata unipersonale. La SUP, secondo tale proposta, potrebbe emettere una sola quota, indivisibile (al più suscettibile di comproprietà), e dovrebbe essere costituita secondo un modello uniforme di atto costitutivo, senza la necessità dell’intervento di un Notaio o di un’autorità amministrativa, avvenendo l’iscrizione al registro delle imprese in via telematica. Il capitale sociale può essere anche solo di 1 Euro, ma è al contempo previsto che si possa procedere a “distribuzioni” al socio unico solo a fronte di un *test* di bilancio e di un *test* di solvibilità, effettuati sotto la responsabilità di un amministratore della società stessa e con la possibile responsabilità del socio in caso di distribuzioni effettuate nonostante danneggiassero la solvibilità della società stessa <sup>(122)</sup>.

A fronte delle novità intervenute negli Stati europei sopra menzionati e a livello comunitario, si può dire che il legislatore italiano non sia stato da meno. Anzi, sull’argomento si sono succeduti ben sei interventi normativi, ai quali si aggiunge l’emanazione di un decreto ministeriale attuativo

---

<sup>(120)</sup> G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’“importanza quasi-sacramental” al ruolo di “ferro vecchio”?)*, cit. (nt. 105, *supra*), 819. V. anche A. ANGELILLIS, *Modifiche legislative in tema di società a responsabilità limitata c.d. Starter in Belgio*, notizia in *Riv. soc.*, 2014, 283, il quale dà conto del fatto che la modifica normativa sarebbe stata decisa in ragione dello scarso successo ottenuto dalla c.d. *Starter* per come introdotta nel 2010 (dal 1° giugno 2010 al 30 aprile 2012 sarebbero state costituite solo 1729 società di quel genere).

<sup>(121)</sup> G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con “capitale destinato” (Capitale sociale quo vadis?)*, cit. (*supra*, nt. 107), 1243.

<sup>(122)</sup> G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’“importanza quasi-sacramental” al ruolo di “ferro vecchio”?)*, cit. (nt. 105, *supra*), 825 e ivi nt. 1. V. anche I. WUISMAN, *The Societas Unius Personae (SUP)*, in *European Company Law*, 2015, 1, 34 *ss.*

(<sup>123</sup>), che pure hanno lasciato radicali dubbi interpretativi (<sup>124</sup>). Per fornire brevemente un quadro in materia, occorre ricordare che il primo intervento risale al gennaio 2012, con l'introduzione della figura della "società a responsabilità limitata semplificata" nel nuovo art. 2463-*bis* cod. civ., con capitale "*pari almeno ad 1 euro e inferiore all'importo di 10.000 euro*". Ulteriori peculiarità di questa figura sono le circostanze per cui potessero esserne soci solo persone fisiche infra-trentacinquenni e che per la costituzione fosse previsto un modello *standard* di atto costitutivo, con l'agevolazione data dal fatto che "*l'atto costitutivo e l'iscrizione nel registro delle imprese sono esenti da diritto di bollo e di segreteria e non sono dovuti onorari notarili*" (<sup>125</sup>).

Pochi mesi dopo, nel giugno 2012, è stata coniata la fattispecie della "società a responsabilità limitata a capitale ridotto", rimasta al di fuori del codice civile e volta ad estendere la possibilità di costituire s.r.l. con capitale inferiore a 10 mila Euro anche a ultra-trentacinquenni, senza poter però beneficiare della riduzione delle spese di costituzione prevista per le s.r.l.s. (<sup>126</sup>).

L'istituto della s.r.l. a capitale ridotto è poi stata cancellata un anno dopo la sua introduzione, prevedendo che le s.r.l.c.r. nel frattempo costituite fossero qualificate come s.r.l.s. (di cui all'art. 2463-*bis* cod. civ.) (<sup>127</sup>). Quest'ultima, a sua volta, diveniva utilizzabile da persone fisiche indipendentemente da limiti d'età. Al contempo, con la legge di conversione 9 agosto 2013, n. 99 sono stati introdotti i nuovi commi IV e V all'art. 2463 cod. civ. (articolo, come noto, concernente la s.r.l. "ordinaria"), stabilendo che "[l]'ammontare del capitale può essere determinato in misura inferiore a euro diecimila, pari almeno a un euro" (<sup>128</sup>).

---

(<sup>123</sup>) Cfr. per una critica della disciplina M.S. SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro)?*, in *Riv. soc.*, 2013, 1085 ss.

(<sup>124</sup>) Si esprime così M. CIAN, *Le società di capitali (a r.l.) "quasi a-capitalizzate": spunti per una ricostruzione sistematica della disciplina*, in *NLCC*, 2014, 755.

(<sup>125</sup>) V. D.L. 24 gennaio 2012, n. 1 (c.d. Decreto sulle liberalizzazioni), poi convertito con modificazioni nella legge 24 marzo 2012, n. 27. Il modello *standard* di atto costitutivo è stato predisposto dal Ministero della Giustizia, con D.M. 23 giugno 2012, n. 138.

(<sup>126</sup>) V. art. 44, D.L. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. Decreto crescita), poi convertito con modificazioni in legge 7 agosto 2012, n. 134.

(<sup>127</sup>) D.L. 28 giugno 2013, n. 76 (convertito con legge 9 agosto 2013, n. 99), art. 9, co. XV.

(<sup>128</sup>) Cfr. A. MAMBRIANI, *La società a responsabilità limitata con capitale inferiore ad Euro 10.000,00*, in *NDS*, 2015, 4, 9 ss., il quale a p. 10 osserva che "*i commi quarto e quinto dell'art. 2463 c.c. sono stati introdotti proprio per generalizzare in modo definitivo ed assoluto la fruibilità della responsabilità limitata per l'esercizio dell'impresa commerciale senza vincolo quantitativo di capitalizzazione iniziale, equiparandola nell'estensione soggettiva a quella di ogni altra società commerciale, e, nella disciplina, a quella del tipo sociale-base, cioè la s.r.l.*".

Peraltro, nell'ottobre del 2012 si registra un altro intervento normativo <sup>(129)</sup> che, pur senza aver inciso direttamente sulla misura del capitale sociale, ha introdotto alcune incisive “*deroghe al diritto societario*” per le “*start-up innovative*” e gli “*incubatori certificati*” e, dunque, anche per le s.r.l. che possano essere qualificate come tali <sup>(130)</sup>. Anzi, secondo una condivisibile opinione “*la disciplina delle start-up innovative, a dispetto del suo ampio perimetro di applicazione [...] è pensata, voluta e costruita fondamentalmente, per quel che ne riguarda la componente di diritto societario, per la società a responsabilità limitata*” <sup>(131)</sup>. Tale osservazione, del resto, è corroborata dal dato empirico, considerando che la grandissima parte delle società *start-up* ad oggi iscritte al Registro delle Imprese hanno proprio la forma di s.r.l. <sup>(132)</sup>.

Tra tali “*deroghe*” va menzionata, oltre alla possibilità di emissione di *categorie* di quote, di operazioni su quote proprie e di offerta al pubblico di quote, anche - anzi, soprattutto, nella nostra prospettiva - la possibilità di “*emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi*”, “*a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi*”.

La rilevanza pratica (oltre che sistematica) delle “*deroghe*” di cui possono usufruire le società *start-up* ai sensi dell'art. 26 del D.L. 179/2102 risulta peraltro (relativamente) accresciuta per effetto del D.L. 25 gennaio 2015, n. 3, il cui art. 4, co. IX, ha esteso il campo di applicazione alle “*PMI innovative*”. Di conseguenza, se prima di quest'ultimo intervento le “*deroghe*” di cui al citato art. 26, D.L. 179/2012 potevano essere sfruttate unicamente da società con fatturato annuo non superiore a 5 milioni di Euro, oggi i parametri dimensionali delle PMI - mutuati dalla Raccomandazione 2003/361/CE - consentono di estendere l'ambito applicativo della norma alle

---

<sup>(129)</sup> Si fa riferimento al Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179.

<sup>(130)</sup> Anche relativamente alla normativa “*di favore*” per le società “*innovative*” (ossia che, in sintesi, investano in modo significativo in ricerca e sviluppo), come per le s.r.l. con dotazione “*ridotta*” di capitale, si segnalano precedenti in altri ordinamenti. E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, cit. (*supra*, nt. 17), 7, cita il caso francese della *Jeune Entreprise Innovante* (introdotta nel 2004) e della *Jeune Entreprise Universitaire* (JEU), le quali avrebbero però, in base a quanto riferito dall'Autrice, rilevanza prettamente fiscale.

<sup>(131)</sup> M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *NLCC*, 2014, 1178.

<sup>(132)</sup> Rielaborando l'elenco consultabile al sito [www.startup.registroimprese.it](http://www.startup.registroimprese.it), si evince che su 4.756 società iscritte alla data del 26 ottobre 2015 nell'apposito registro speciale delle *start-up* tenuto presso il Registro delle Imprese, ben 4.585 hanno forma di s.r.l. (di cui 653 s.r.l.s. e 15 s.r.l. indicate come a capitale ridotto, ma da considerarsi oggi s.r.l.s.).

imprese “che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro”<sup>(133)</sup>.

Ad oggi, quindi, il sistema normativo italiano conta quattro “figure” di s.r.l.: (i) quella “ordinaria”, di cui all’art. 2463 cod. civ., il cui capitale sociale minimo è pari a 10.000 Euro; (ii) la s.r.l. con capitale inferiore al minimo, ai sensi dell’art. 2463, co. IV, cod. civ., in dottrina indicata anche “convenzionalmente”, come s.r.l. “a capitale ridotto”<sup>(134)</sup>; (iii) la s.r.l. semplificata - considerata da alcuni un “tipo” autonomo di s.r.l.<sup>(135)</sup> - accessibile solo a persone fisiche, con capitale sociale compreso tra 1 e 9.999 Euro, i cui vantaggi sono oggi legati, di fatto, esclusivamente al risparmio di costi nel momento costitutivo<sup>(136)</sup>; (iv) la s.r.l. *start-up*, la quale può essere costituita come una delle tre forme di s.r.l. appena elencate, ma che in virtù della qualifica di *start-up* può beneficiare di alcune “deroghe” al diritto societario e, come detto poc’anzi, emettere tra l’altro strumenti finanziari partecipativi, potendo così acquisire apporti non imputati a capitale sociale.

Conclusivamente, si può affermare che nell’intero sistema del diritto societario sia in corso un progressivo “tramonto dello strumento del capitale sociale”, essendo indubbio un “allentamento dell’originario rigore in ordine alla sua costituzione e alla sua conservazione, a favore di una maggiore flessibilità”<sup>(137)</sup>.

---

<sup>(133)</sup> In tema v. A. BOLLETTINARI, *Le novità previste dal D.L. 3/2015: l’introduzione delle “piccole e medie imprese innovative” e la modifica della disciplina della startup innovativa*, cit. (supra, nt. 21), 44.

<sup>(134)</sup> Si esprime così G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’“importanza quasi-sacramental” al ruolo di “ferro vecchio”?)*, cit. (nt. 105, supra), 826. Si veda in tema anche A. MAMBRIANI, *La società a responsabilità limitata con capitale inferiore ad Euro 10.000,00*, cit. (supra, nt. 128).

<sup>(135)</sup> E’ di questa opinione G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’“importanza quasi-sacramental” al ruolo di “ferro vecchio”?)*, cit. (nt. 105, supra), 826. Altra opinione ritiene che sia la s.r.l.s., sia la s.r.l. con capitale inferiore al minimo siano invece semplici “varianti” della s.r.l.: v. O. CAGNASSO, *Le novità relative alla s.r.l.*, in *NDS*, 2015, 9, 7 ss.

<sup>(136)</sup> M. CIAN, *Le società di capitali (a r.l.) “quasi a-capitalizzate”: spunti per una ricostruzione sistematica della disciplina*, cit. (supra, nt. 124) 763: “[l]a reale funzione assolta dalla disciplina speciale condensata nell’art. 2463 bis si colloca e si esplica tutta nella fase costitutiva: a condizione di accettare alcune limitazioni (soggettive e di regolazione statutaria), si può beneficiare dei ben noti risparmi di spesa. Una volta costituita la società, tutto ciò cui quella disciplina poteva servire è stato realizzato. Il punto è nodale: l’art 2463 bis avrebbe dovuto regolare, più che una «società semplificata», un procedimento semplificato di costituzione di società”.

<sup>(137)</sup> Sono parole di G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’“importanza quasi-sacramental” al ruolo di “ferro vecchio”?)*, cit. (nt. 105, supra), 826. Anche C. ANGELICI, *Le società per azioni. I. Principi e problemi*, nel *Trattato di diritto civile e commerciale* già dir. da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, 184 nota che la tendenza a creare società sottocapitalizzate si traduce in una riduzione del ruolo del capitale sociale per la protezione dei creditori e, al tempo stesso, implica l’improponibilità del problema se esso debba essere “adeguato” al momento della costituzione della società.

La consapevolezza di questa tendenza legislativa può allora portare, ad esempio a ritenere che non abbia senso una distinzione tra s.r.l. “ordinaria” e a “capitale ridotto” (per tale intendendosi quella con capitale inferiore al minimo, ex art. 2463, co. IV, cod. civ.), sulla base dell’opinione per cui “*il nuovo limite di un euro non rappresenti unicamente una sorta di ‘agevolazione’ in sede di costituzione della società, bensì rappresenti in generale il nuovo limite minimo del capitale sociale nella s.r.l. pur residuando alcune regole che mantengono una sorta di ‘vincolo patrimoniale’ al medesimo importo di diecimila euro cui era collegato il vecchio limite minimo*”<sup>(138)</sup>.

E’ chiaro, allora, che il capitale sociale in sé ha perso ogni funzione di garanzia dei creditori<sup>(139)</sup> (residuando solo la funzione protettiva insita nella regola “ricapitalizza o liquida”, secondo alcuni addirittura rafforzata)<sup>(140)</sup> e non rappresenta una vera “barriera all’ingresso” del beneficio della limitazione di responsabilità. Al contempo, però, non pare ancora possibile reputare “esaurita” l’utilità del capitale sociale e, soprattutto, la sua funzione organizzativa<sup>(141)</sup>.

Nella prospettiva di questa indagine, anzi, la funzione organizzativa del capitale sociale risulta ancora più essenziale nell’attuale organizzazione della struttura finanziaria delle società capitalistiche, posto che, di fatto, pare che solo l’imputazione a capitale sociale dei conferimenti possa consentire di distinguere un socio da un titolare di SFP, con i conseguenti limiti di attribuzione di prerogative a quest’ultimo.

Per altro verso, si è già osservato (in conclusione del paragrafo precedente) che gli SFP non incidono direttamente sulla disciplina del capitale sociale. Al contempo, però, essi rappresentano

---

<sup>(138)</sup> Cfr. la motivazione della massima n. 143 del 19 maggio 2015 elaborata dalla Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano (“*Il minimo legale del capitale sociale delle s.r.l.*”).

<sup>(139)</sup> Invero, è anche stato osservato che “*nessuno pensa mai, nella realtà dei fatti, in condizioni normali di raccogliere capitale in una società solo per fare stare tranquilli i propri creditori presenti o eventuali*” e già solo una considerazione di questo genere giustificerebbe il superamento della visione tradizionale del capitale sociale come “*contrappeso rispetto alla mancanza, nelle società di capitali, della responsabilità illimitata dei soci per le obbligazioni sociali?*” (E. GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 171).

<sup>(140)</sup> P. SPADA, *Un numero che detta regole. Ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, 437 ss., in part. a 449-450 osserva che “[g]iuridicamente, la garanzia è funzionalmente predicabile del capitale nominale guardando alla sua capacità di allertare tempestivamente del sovra-indebitamento in corso e di interrompere l’attività produttiva quando il sovra-indebitamento abbia ridotto sotto un certo limite - arbitrariamente prefissato - il netto patrimoniale”. Da ciò l’A. desume una regola “contro-intuitiva”: “*la sensibilità del capitale nominale rispetto al sovra-indebitamento (sopravvenuto [art. 2447 c.c.] o solo temuto [art. 2446 c.c.]) della società è tanto maggiore quanto minore è la sua grandezza numerica. Sicché l’interesse dei creditori è più intensamente tutelato tanto minore è il capitale nominale; essendo semmai l’interesse alla persistenza dell’iniziativa a “soffrire” quando il capitale nominale sia troppo esiguo*”.

<sup>(141)</sup> Si esprime in questo senso G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’“importanza quasi-sacramental” al ruolo di “ferro vecchio”?)*, cit. (nt. 105, supra), 830-831.

una forma alternativa di partecipazione alla società, potenzialmente “concorrenziale” proprio con quella azionaria. L'*excursus* svolto nel presente paragrafo evidenzia che negli ultimi anni la tendenza favorevole alle forme di finanziamento dell'impresa alternative alla partecipazione azionaria (o anche a quella tramite azioni ordinarie), di cui anche gli SFP sono espressione, è proseguita e, anzi, si è ulteriormente accentuata.

Di conseguenza, la ricostruzione sistematica della fattispecie degli SFP dovrà tener conto del contesto normativo attuale e delle sue recenti evoluzioni.



## CAPITOLO 2

### LA FATTISPECIE

#### DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

##### **1.- La ricostruzione di una fattispecie normativa degli SFP.**

Il quadro che si è sin qui delineato avvalorava l'affermazione, fatta già all'indomani della riforma del diritto societario del 2003 e in virtù della sola introduzione dell'istituto degli SFP, secondo la quale era ormai sancito “*il tramonto del precedente modello codicistico concernente la struttura finanziaria*” della società per azioni, “*costruito attorno al dualismo partecipazione azionaria-obbligazionaria*”<sup>(142)</sup>. Al contempo, però, si rilevava “*l'imbarazzo degli interpreti nella comprensione della (delle) figur(e)*” di nuova introduzione, in ragione della “*scarsità di punti di riferimento*” forniti al riguardo dal legislatore<sup>(143)</sup>.

In altri termini, risultava pacifico che il modello “tradizionale” fosse ormai superato, ma non era (e non è) altrettanto chiaro come sia strutturato il “nuovo” modello al quale hanno condotto le innovazioni normative, nel quale si deve tener conto di SFP, strumenti para-obbligazionari *ex art.* 2411, co. 3, cod. civ., e strumenti correlati ad un patrimonio separato (*ex art.* 2447-*ter* cod. civ.).

Pertanto, come detto, in ragione dell'ulteriore evoluzione del sistema delle fonti di finanziamento dell'impresa (di cui si è appunto fatto cenno nel paragrafo che precede) vi sono oggi ulteriori tasselli nel quadro di riferimento.

Al fine di tentare una ricostruzione del sistema delle fonti di finanziamento dell'impresa, pare che il punto di partenza debba necessariamente essere la considerazione che la riforma del 2003 ha

---

<sup>(142)</sup> Così M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, 1.

<sup>(143)</sup> Così M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, *cit.* (*supra*, nt. 142), 3. Per analoghe considerazioni v. anche, tra gli altri, M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1\*\*\*, 2004, 272; G. MIGNONE, *sub art.* 2346, co. VI, in G. Cottino *et al.* (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, I, Torino, 2004, 239; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, *cit.* (*supra*, nt. 6), 1093. E' pacifica la netta distinzione tra gli strumenti finanziari previsti dal codice civile e quelli definiti dall'art. 1 T.U.I.F., stante la diversità di piano in cui operano le relative fattispecie normative; in merito agli strumenti finanziari del T.U.I.F. si veda, per tutti, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, *cit.* (*supra*, nt. 28), 90 *ss.*

ribadito un principio già accolto dalla precedente elaborazione dottrinale, ossia il riconoscimento della libertà di emissione, da parte delle s.p.a., di titoli “atipici” (nel senso di non espressamente contemplati dalle norme positive), in quanto espressione dell’autonomia privata. Si è del resto osservato, in proposito, che “[l]’autonomia statutaria acquista, con la riforma, uno spazio di manovra estremamente ampio”<sup>(144)</sup>: con ciò, pertanto, si dà per scontato che uno spazio per l’autonomia provata esistesse anche in precedenza e che lo stesso risulta “solo” ampliato (per quanto significativamente).

Si consideri, del resto, che già prima della riforma, proprio in virtù di tale riconosciuta libertà, si ammetteva, ad esempio, la legittimità dell’emissione di certificati rappresentativi di posizioni di associazione in partecipazione<sup>(145)</sup>.

Se è vero, dunque, che una s.p.a. avrebbe potuto emettere titoli “atipici” già prima della riforma del 2003, occorre allora chiedersi quale sia la novità introdotta, *in primis*, dall’art. 2346, co. VI, cod. civ., anche considerando che proprio questa disposizione inizia con le parole “*resta salva la possibilità che la società [...] emetta strumenti finanziari [...]*”, ossia con una apparente conferma di un dato già assodato.

In realtà, l’analisi delle norme che direttamente interessano gli SFP lascia agevolmente comprendere che il vero elemento di novità insito in questo istituto attiene all’allargamento ai portatori di questi strumenti della possibile titolarità (i) di diritti amministrativi (“*escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti*”: art. 2346, co. VI, cod. civ.), e (ii) del potere di nomina di un componente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco (art. 2351, ult. co.). A ciò si aggiunge, secondo l’opinione degli interpreti, la possibilità di attribuire a questi strumenti finanziari anche il diritto di partecipazione “diretta” all’utile netto (da prevedere statutariamente, dando luogo così ad un pretesa diretta dello strumentista sull’utile stesso), da distinguersi dalla mera “parametrazione” della remunerazione degli strumenti all’utile di esercizio

---

<sup>(144)</sup> Ancora M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, cit. (*supra*, nt. 142), 2.

<sup>(145)</sup> Se ne veda la conferma, di recente, in Cass. civ., 12 novembre 2010, n. 23015, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, 536 ss., con nota di N. CIOCCA, *Certificati di associazione in partecipazione, offerta al pubblico di valori mobiliari e raccolta del risparmio*, che decidendo su una vicenda risalente alla metà degli anni ’80 ha sancito la legittimità dell’offerta al pubblico di valori mobiliari di associazione in partecipazione, mediante emissione di certificati rappresentativi della posizione di associato (in particolare, escludendo che la stesso potesse costituire un negozio in frode alla legge *ex art.* 1344 cod. civ., posto in essere allo scopo di eludere l’art. 2410 cod. civ.). In proposito v. anche G. MIGNONE, *L’associazione in partecipazione*, nel *Commentario Schlesinger*, Milano, 2008, 253 ss.; B. LIBONATI, *Titoli atipici e non (i certificati di associazione in partecipazione)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1985, I, 468 ss.; A. STAGNO D’ALCONTRES, *Tipicità e atipicità nei titoli di credito*, Milano, 1992, 213 ss.

(nel qual caso la remunerazione stessa costituisce un costo per la società e, quindi, in ultima analisi incide sulla stessa determinazione dell'utile netto, il quale resterà comunque destinato ai soli soci) <sup>(146)</sup>.

Detto altrimenti, e in sintesi, con la figura degli SFP sembra essere stata introdotta nell'ordinamento (con sicurezza) la possibilità di attribuire ad alcuni soggetti - diversi dai soci - alcune prerogative, ben individuate, normalmente di spettanza unicamente di questi ultimi. Pare, quindi, di poter dire che in assenza di una specifica previsione normativa l'estensione di questi diritti "corporativi" a soggetti non-soci non sarebbe stata ammissibile. Ciò può essere affermato, quantomeno, con riferimento al diritto di voto <sup>(147)</sup> e, con ogni probabilità, anche rispetto ad altri diritti amministrativi che si ritengono oggi attribuibili agli strumentisti (come la legittimazione all'impugnativa di delibere, a proporre denunce *ex* artt. 2408 e 2409 cod. civ., etc.), mentre la valutazione potrebbe essere diversa con riguardo al diritto di partecipazione diretta all'utile, perché secondo un'opinione dottrinale la sua attribuzione a soggetti diversi dai soci sarebbe stata legittima anche in precedenza <sup>(148)</sup>. Anche accogliendo questa tesi, comunque, resterebbe fermo il fatto che l'introduzione degli SFP ha confermato tale possibilità, ma, al contempo, una coerente ricostruzione del sistema pare imporre di ritenere che la stessa facoltà sia stata "canalizzata" nella forma degli SFP, restando invece preclusa per le obbligazioni (per quanto occorrerà interrogarsi se la previsione delle obbligazioni "partecipanti" *ex* art. 32 del decreto legge n. 83/2012 ponga oggi delle eccezioni a tale conclusione: v. *infra*).

In ciò, allora, si riconosce effettivamente un ampliamento di quello "spazio di manovra" dell'autonomia privata di cui si è detto. Rimane però da chiedersi – e questo sembra il quesito fondamentale – quali siano i *confini* di quello stesso spazio, ossia quali siano i limiti alla possibile esplicazione dell'autonomia privata. Come detto, la questione pare fondamentale perché solo rispondendo ad essa si può pervenire ad una completa ricostruzione del sistema delle fonti di finanziamento dell'impresa.

---

<sup>(146)</sup> A. GIANNELLI, commento all'art. 2411, *cit.* (*supra*, nt. 49), 57.

<sup>(147)</sup> Per quanto, in proposito, occorrerà poi interrogarsi su quale sia la fisionomia del diritto di voto attribuibile ai portatori di SFP. V. il capitolo 3.

<sup>(148)</sup> Si fa riferimento all'opinione di A. MIGNOLI, *Le partecipazioni agli utili nelle società di capitali*, Milano, 1966, 174 *ss.*, M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 261 *ss.*, in part. a 288.

Questa prospettiva esplica la sua utilità nell'impostazione di un discorso volto ad individuare i contenuti della fattispecie normativa degli SFP e, in particolare, i suoi elementi qualificanti. Sul punto, in effetti, per chiarezza occorre distinguere tra due possibili approcci.

In primo luogo, si potrebbe ritenere che siano da qualificarsi come SFP quei titoli che, nel momento della loro emissione, siano stati dotati di diritti "partecipativi". In quest'ottica, si considera che i diritti "partecipativi" non potrebbero essere validamente attribuiti a soggetti diversi dai portatori di SFP. Ad esempio, è stata predicata la "*assoluta incompatibilità tra la fattispecie obbligazionaria e l'attribuzione di diritti di natura associativa ai portatori dei titoli*" e, quindi, si è sostenuto che sarebbe "*proprio in virtù di tale peculiarità [ossia, la possibilità di attribuire diritti associativi solo agli SFP] che, anche all'esito della riforma, si può ancora distinguere tra obbligazioni ed altri strumenti finanziari che pure abbiano (anche) causa di finanziamento*" <sup>(149)</sup>. Con ciò, tuttavia, la categoria degli SFP sembra divenire meramente descrittiva, nel senso che potrà essere riconosciuta la "qualifica" di SFP sono a quegli strumenti che presentino un insieme di caratteristiche necessarie e sufficienti a rendere applicabile un certo statuto normativo.

Questo approccio potrebbe, tuttavia, far residuare alcuni dubbi in merito a quali siano i limiti all'autonomia privata nel momento dell'emissione di titoli rappresentativi di posizioni di finanziamento dell'impresa. Se, infatti, ci si preoccupa di attribuire la qualifica di SFP ad un certo strumento finanziario, in ragione delle sue caratteristiche concrete, si è già superato il vaglio di ammissibilità della "combinazione" di caratteristiche che si riscontrano in esso.

In secondo luogo, allora, è possibile un diverso approccio, fondato sulla individuazione, per così dire "a monte", di una "fattispecie" di SFP, ossia dei suoi elementi propri, necessari e sufficienti, in presenza dei quali diviene allora possibile sfruttare quel *surplus* di autonomia privata derivante dalla riforma del diritto societario del 2003, ossia la possibilità di assegnare quelle prerogative proprie (in via ordinaria) dei soci che si sono sopra ricordate (*i.e.* diritti amministrativi, diritto di nomina di un componente dell'organo di amministrazione o controllo, diritto di partecipazione diretta agli utili). Sembra deporre in favore di questa impostazione l'affermazione per cui "[p]ur non essendo, la dotazione di tali poteri [quelli di partecipazione attiva alla gestione sociale] elemento qualificante la categoria, la prerogativa del loro riconoscimento è esclusiva degli ibridi partecipativi?" <sup>(150)</sup>.

---

<sup>(149)</sup> A. GIANNELLI, commento all'art. 2411, *cit.* (*supra*, nt. 49), 29.

<sup>(150)</sup> Ancora M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, *cit.* (*supra*, nt. 142), 33.

Questa seconda prospettiva implica la necessità di affrontare direttamente la problematica dei limiti all'autonomia privata che, benché non esplicitati, comunque sono posti dall'ordinamento.

Alla luce di quanto si è sin qui esposto, quest'ultima impostazione appare quella preferibile. Tuttavia, allorché si cerchi di procedere alla ricognizione degli elementi che compongono la "fattispecie" normativa degli SFP, in assenza di precedenti giurisprudenziali, ci si scontra con un panorama di opinioni dottrinali che si potrebbe definire "eclettico".

Invero, l'unico elemento sul quale pare esservi sostanziale convergenza è la necessità che il titolare dello strumento finanziario partecipativo effettui un apporto in favore della società, il quale non potrà essere imputato a capitale sociale.

La convergenza degli interpreti, qui, è a dire il vero "necessitata": per un verso, l'art. 2346, co VI, cod. civ. espressamente contempla l'apporto quale "corrispettivo" dell'assegnazione di SFP; per altro verso, la stessa scelta terminologica del legislatore consente di riconoscere la chiara volontà di tenere distinta questa forma di "contribuzione" al finanziamento dell'impresa da quella del "conferimento" in senso proprio.

La ragione di tale scelta legislativa risiede nel fatto che, nel momento in cui l'apporto può anche consistere in "opere o servizi", si ricade nel divieto di imputazione di tale contribuzione a capitale sociale della s.p.a. posto dalla seconda direttiva comunitaria in materia di società. Peraltro, è noto che il divieto comunitario concerne solo le contribuzioni in forma diversa dal denaro e dai beni in natura, ma la norma qui considerata tratta unitariamente ogni genere di apporto, sicché tutti gli SFP devono necessariamente condividere il regime più stringente.

In ogni caso, la necessità dell'apporto non pare assurgere ad elemento qualificante della fattispecie degli SFP, posto che è caratteristica essenziale delle azioni (*sub specie* di conferimento in senso proprio) e normale delle obbligazioni<sup>(151)</sup>.

Neppure la possibilità che gli SFP siano emessi a fronte di apporti diversi dal denaro - e potenzialmente a fronte della prestazione di opera o servizi - sembra essere una caratteristica

---

<sup>(151)</sup> N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, 118-119 osserva che per le obbligazioni "non è espressamente richiesto né un apporto né un corrispettivo", posto che la società "si obbliga in virtù del completamento del procedimento di emissione, essendo del tutto irrilevante la contropartita ottenuta in cambio delle prestazioni promesse con le obbligazioni".

esclusiva degli SFP, essendo stata riconosciuta anche con riferimento alle “tradizionali” obbligazioni <sup>(152)</sup>.

La disciplina dell’apporto - in quanto non imputabile a capitale sociale - consente quindi di individuare un sicuro criterio distintivo degli SFP dalle azioni. Di contro, la stessa disciplina non fornisce elementi sufficienti per distinguere gli SFP dalle obbligazioni.

A quest’ultimo riguardo, invero, l’interrogativo fondamentale riguarda la possibilità che gli SFP assumano le caratteristiche di strumenti “di patrimonio netto” (ossia, il cui apporto dovrà essere imputato a riserva “targata” all’interno del patrimonio netto) oppure “di debito”, posto che nel codice non si rinviene una risposta alla domanda sul se la disciplina pattizia degli SFP possa prevedere il diritto del loro portatore al rimborso dell’apporto, oppure no.

Il dibattito tra gli interpreti su questo argomento si è sviluppato principalmente attorno alla questione del coordinamento tra l’art. 2346, co. VI, cod. civ. e l’art. 2411, co. III, cod. civ. In particolare, risulta dibattuto se le due previsioni si riferiscano a strumenti finanziari di diversa natura, e quindi se le stesse norme disciplinino fattispecie prive di interferenze tra loro, oppure se la seconda delle norme citate renda applicabile – direttamente oppure in via di analogia – agli SFP

---

<sup>(152)</sup> V. ancora N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit. (*supra*, nt. 151), 118-119. Cfr. anche R. CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, in F. Galgano (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2005, 74. O. CAPOLINO, *sub art. 2410*, in F. d’Alessandro, *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, t. 2, Padova, 2011, 437 osserva che “*sebbene le regole che disciplinano il prestito siano in linea di principio quelle del mutuo, l’assunzione del debito da parte della società emittente può avvenire per qualsiasi causa, anche diversa dal mutuo, ad esempio in pagamento di debiti pregressi o contratti contestualmente all’emissione. Quali che siano le motivazioni inerenti ai rapporti sottostanti, essi non incidono però sulle caratteristiche e sulla disciplina del prestito obbligazionario*”. Ciò, del resto, è coerente con il consolidato principio per cui “*l’obbligazione è titolo di credito, autonomo, letterale e astratto [...] l’astrattezza è piena poiché si prescinde in essa al rapporto fondamentale che [...] sta alla base dell’emissione*” (così G. COTTINO, *Diritto societario* (seconda edizione a cura di O. Cagnasso), Padova, 2011, 484). G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 805 ss., in part. a p. 818 conferma la possibilità che le obbligazioni “tradizionali” possano emesse anche a fronte di “opere o servizi”, ma sembra desumerlo da un’applicazione generalizzata dell’art. 2346, ult. co., cod. civ.

Un peculiare esempio di obbligazioni sottoscritte con l’impiego di beni diversi dal denaro (nella specie, valori mobiliari, nel senso di cui all’art. 1 T.U.I.F.) è quello previsto, nell’ambito della procedura di amministrazione straordinaria di ILVA S.p.A., dall’art. 3 del D.L. 5 gennaio 2015, n. 1 convertito, con modificazioni, dalla legge 4 marzo 2015, n. 20, laddove si stabilisce che le “somme” soggette a sequestro penale potessero essere utilizzate per sottoscrivere, appunto, un’emissione obbligazionaria. Ciò che qui rileva osservare è che il riferimento corre ai sequestri penali di cui all’art. 1, co. XI-bis, D.L. 4 giugno 2013 n.61, convertito, con modificazioni, in legge 3 agosto 2013, n. 89 e quindi “*in relazione a procedimenti penali diversi da quelli per reati ambientali o connessi all’attuazione dell’autorizzazione integrata ambientale, a carico del titolare dell’impresa, ovvero, in caso di impresa esercitata in forma societaria, a carico dei soci di maggioranza o degli enti, ovvero dei rispettivi soci o amministratori, che abbiano esercitato attività di direzione e coordinamento sull’impresa commissariata prima del commissariamento*”, ossia a sequestri aventi ad oggetto, ai sensi della medesima disposizione, anche “*valori esistenti in conti deposito titoli*”.

la disciplina delle obbligazioni (e, in tal caso, occorre stabilire se a tutti gli SFP o solo a quelli muniti di diritto di rimborso).

Le tesi elaborate in dottrina sono numerose, posto che sul punto si sono soffermati pressoché tutti coloro che si sono occupati di analizzare la fattispecie degli SFP: ciò a conferma del fatto che si tratta di un “passaggio obbligato” nel discorso su questo istituto.

A fini meramente espositivi, e a titolo introduttivo, le principali opinioni sostenute nel panorama del dibattito dottrinale possono essere ricondotte, schematicamente, a quattro posizioni.

Una prima posizione propende per la “neutralità causale” degli SFP, il cui contenuto e la cui “causa” sarebbero liberamente definibili dall’autonomia privata, tanto che il carattere distintivo degli strumenti finanziari partecipativi sarebbe rappresentato dalla attribuzione agli strumenti finanziari stessi di almeno un diritto “partecipativo”, sia esso amministrativo e/o patrimoniale. In quest’ottica, dipenderebbe quindi dall’effettivo contenuto degli strumenti finanziari emessi la loro qualificazione e, a valle, la loro disciplina quali strumenti “di rischio” o “di debito”. Qualora fosse previsto un diritto di rimborso dell’apporto, ma comunque si trattasse di un SFP per via della presenza di un diritto amministrativo di carattere partecipativo, si renderebbe peraltro applicabile l’art. 2412 cod. civ., in via di analogia <sup>(153)</sup>.

Una seconda posizione giunge anch’essa alle stesse conclusioni sostenute da chi propone la tesi della neutralità (o, si potrebbe dire, *versatilità*) causale degli SFP, seppur percorrendo un diverso percorso argomentativo. Secondo un Autore, in particolare, quelle previste dagli artt. 2346, co. VI, cod. civ. e 2411, co. III, cod. civ. sarebbero due classi normative distinte, ma con un “insieme intersezione” non vuoto, in cui ricadrebbero quegli strumenti finanziari che prevedessero il rimborso dell’apporto, ma fossero al contempo anche dotati di poteri di *voice*. In simili ipotesi, secondo quest’Autore, la disciplina delle obbligazioni sarebbe direttamente applicabile alla

---

<sup>(153)</sup> Questa posizione è stata elaborata e sostenuta da M. NOTARI, da ultimo in *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, in G. Gitti - M. Maugeri - M. Notari, *I contratti per l’impresa. II. Banca, mercati, società*, Bologna, 2012, 357. Nello stesso senso, tra gli altri, v. anche G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l’emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 163; S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito*, cit. (*supra*, nt. 50), 327. A. BARTOLACELLI, *Strumenti finanziari partecipativi di s.p.a. ed applicazione nell’ambito dell’impresa aeroportuale*, 30 ottobre 2013, in *ilcaso.it*, a p. 3, afferma: “[i]n via di prima approssimazione si può asserire, riguardo agli strumenti in parola, che si tratta di ‘quasi azioni’, senza tuttavia essere assoggettati alle stringenti norme delineate dalla disciplina del capitale sociale; ed, al contempo, ‘quasi obbligazioni’, che forniscono ai loro titolari la possibilità di mantenere la qualifica di creditori sociali, pur vedendosi attribuiti diritti, anche amministrativi, di notevole rilevanza (diritto di voto, diritto di nomina di un amministratore)”; del medesimo A. si veda anche *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012, in part. alle pp. 53 ss.

fattispecie, seppur nel limite della compatibilità. Così, l'art. 2412 cod. civ. sarebbe applicabile al caso di specie direttamente, in quanto norma “compatibile”, e non in via di analogia <sup>(154)</sup>.

Una terza posizione, che è stata definita “monista” <sup>(155)</sup>, riconduce tutti gli “strumenti finanziari” diversi dalle azioni all'alveo delle obbligazioni, in virtù dell'art. 2411, co. III, cod. civ., che avrebbe proprio la funzione di rendere applicabile la relativa disciplina anche, appunto, agli strumenti dotati di diritti patrimoniali o amministrativi diversi da quelli propri delle obbligazioni in senso stretto <sup>(156)</sup>. In quest'ottica, gli strumenti finanziari partecipativi sarebbero titoli di debito e dovrebbero conseguentemente essere trattati come tali anche da un punto di vista contabile, quale capitale di terzi.

Una quarta posizione, anch'essa definibile “monista”, individua il *discrimen* tra strumenti obbligazionari *ex art. 2411, co. III, cod. civ.* e strumenti finanziari partecipativi *ex art. 2346, co. VI, cod. civ.* nella spettanza o meno del diritto di rimborso dell'apporto: il fatto che uno strumento finanziario dia diritto al suo portatore di ottenere il rimborso di quanto apportato alla società, in quest'ottica, sarebbe sufficiente a portare lo strumento in questione al di fuori dei confini della fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi. Conseguentemente, gli SFP sarebbero strumenti operanti sul versante del capitale di rischio ed il relativo apporto dovrebbe confluire nel patrimonio netto, seppur ovviamente al di fuori del capitale sociale <sup>(157)</sup>.

Per completare il quadro, occorre poi menzionare l'opinione di chi ha ravvisato negli SFP uno schema fondato su un rapporto riconducibile al contratto di associazione in partecipazione, in particolare facendo leva sul fatto che l'“apporto” e la partecipazione agli utili sono elementi che contraddistinguono proprio questa tipologia contrattuale <sup>(158)</sup>. Questa posizione, tuttavia, non

---

<sup>(154)</sup> In particolare, si fa riferimento a M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, *passim*.

<sup>(155)</sup> Da A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012, 98.

<sup>(156)</sup> Quest'opinione è stata sostenuta, tra gli altri, da G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, *cit.* (*supra*, nt. 152), 819, e in Montagnani (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 79, nonché da B. LIBONATI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in P. Balzarini - G. Carcano - M. Ventoruzzo (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano, 2007, 579.

<sup>(157)</sup> Si tratta di una tesi sostenuta, tra gli altri, da R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in P. Abbadessa - G.B. Portale (dir. da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, 729 *ss.*; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, *cit.* (*supra*, nt. 155), 135 *ss.*, nonché da F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, Perugia, 2010, *passim*.

<sup>(158)</sup> F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, nel *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia dir.* da F. Galgano, XXIX, Padova, 2003, 135.

sembra aver trovato particolare seguito tra i commentatori (così come nella prassi: v. cap. 3 *infra*). E', invece, più ricorrente l'affermazione per cui gli SFP potrebbero, tra l'altro, "incorporare" accordi di associazione in partecipazione (ma non solo) <sup>(159)</sup>.

Ciò premesso, pare opportuno soffermarsi, seppure brevemente, sulle argomentazioni poste a sostegno di ciascuna delle tesi appena menzionate, tenendo conto che è dal raffronto tra l'art 2346, co. VI, cod. civ. e l'art 2411, co. III, cod. civ. che sembra possibile evincere, in particolare, una definizione "sistematica" (ossia, che collochi l'istituto all'interno del sistema normativo delle fonti di finanziamento dell'impresa) degli SFP.

## **2.- La tesi della "neutralità causale", con applicazione analogica dell'art 2412 cod. civ.**

Una prima tesi, autorevolmente prospettata già quando la riforma del diritto societario era ancora *in fieri*, individua negli SFP un *tertium genus* rispetto ad azioni e obbligazioni, la cui introduzione "non chiude però la porta alla creazione di ulteriori strumenti finanziari «atipici»" <sup>(160)</sup>.

In tale contesto, nell'indagine circa gli "elementi della fattispecie" degli SFP, si afferma, con riferimento alle possibili modalità di contabilizzazione dell'apporto nel bilancio della società emittente, che esse dipendono dalla "causa giuridica e [dalla] funzione economica dell'operazione sottostante all'emissione degli strumenti finanziari" <sup>(161)</sup>. Al riguardo si profilano tre possibili situazioni, a seconda che sia previsto un obbligo di rimborso dell'apporto (nel qual caso l'apporto darebbe luogo ad una voce di debito), oppure che tale obbligo non sia contemplato (e in tal caso si dovrebbe iscrivere una riserva nel patrimonio netto), o ancora nel caso in cui l'apporto consista in opere o servizi (e quindi non dia luogo ad alcuna appostazione nello stato patrimoniale) <sup>(162)</sup>. Tale impostazione, evidentemente, muove dall'assunto che gli SFP possano essere liberamente

---

<sup>(159)</sup> Con particolare enfasi sull'associazione in partecipazione, G. MIGNONE, *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. soc.*, 2006, 1030 *ss*.

<sup>(160)</sup> M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, *cit.* (*supra*, nt. 5), 545; l'articolo citato riproduce un intervento dell'A. ad un convegno tenutosi il 16 novembre 2002, ossia ancor prima che il d.lgs. n. 5/2003 fosse pubblicato. Si veda il medesimo articolo anche in *www.notarlex.it*.

<sup>(161)</sup> M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, *cit.* (*supra*, nt. 5), 547.

<sup>(162)</sup> Ancora M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, *cit.* (*supra*, nt. 5), 547.

strutturati come strumenti “di debito” o “di patrimonio netto” (o, eventualmente, replicando il paradigma economico di operazioni che non producono riflessi sullo stato patrimoniale) <sup>(163)</sup>.

In uno scritto del medesimo autorevole Autore di poco successivo a quello appena citato, la questione è affrontata direttamente, osservando che, considerando il dato normativo alquanto scarno, “*pare possibile ritenere che gli strumenti finanziari partecipativi di cui all’art. 2346, sesto comma, Codice civile, non siano caratterizzati da una causa tipica, bensì rappresentino una figura neutra dal punto di vista della causa negoziale del rapporto giuridico ad essa sottostante*”; si continua, quindi, affermando che “*gli strumenti finanziari partecipativi costituirebbero cioè una ‘struttura vuota’, il cui contenuto e la cui causa debbono esse di volta in volta determinati dalle parti, senza che il legislatore ne abbia fissato a monte i contorni*” <sup>(164)</sup>.

Di conseguenza, l’operazione negoziale “sottostante” l’emissione di SFP potrebbe consistere: (i) in un finanziamento, con obbligo di rimborso dell’apporto; (ii) in un contratto di associazione in partecipazione, ai sensi degli art. 2549 e ss. cod. civ. <sup>(165)</sup>; (iii) in un accordo di cointeressenza ai sensi dell’art. 2554 cod. civ.; (iv) in un accordo nel quale l’apporto viene acquisito dalla società a titolo di capitale di rischio, ossia senza obbligo di restituzione; (v) in eventuali altri negozi, secondo quanto voluto dall’autonomia privata nel caso concreto <sup>(166)</sup>.

A fronte di una simile impostazione, chiaramente, sorge la necessità di individuare quale sia l’elemento distintivo degli SFP, caratterizzati da ciascuna delle “cause” appena indicate, dalle corrispondenti operazioni che ne costituiscono la “causa” realizzate al di fuori dello schema degli SFP. In altri termini, prendendo a riferimento, ad esempio, la prima delle ipotesi accennate (quella in cui gli SFP “vestono” un finanziamento), occorre identificare un criterio discretivo tra un’operazione di finanziamento “ordinaria” (che potrebbe dar luogo ad un’emissione

---

<sup>(163)</sup> E’ concorde A. STAGNO D’ALCONTRES, *sub art. 2346*, in G. Niccolini - A. Stagno d’Alcontres, *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 263, il quale, sulla base di tali premesse, nota che “*appare evidente che prefigurare in astratto una qualificazione giuridica del rapporto corrente fra società e titolari di strumenti finanziari partecipativi non è possibile*”.

<sup>(164)</sup> M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, Milano, 2003, 45 ss., in part. a pp. 53-54.

<sup>(165)</sup> Parrebbe di poter ricondurre alla tesi della “neutralità causale” anche l’opinione di chi abbia ritenuto che il contratto di associazione in partecipazione sia il “modello centrale”, ma non unico, degli SFP; cfr. G. MIGNONE, *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, cit. (*supra*, nt. 159), in part. a p. 1042.

<sup>(166)</sup> M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 164), 55. Anche M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art. 2346*, cit. (nt. 7 *supra*), 222, ritengono che gli SFP costituiscano un *tertium genus* rispetto ad azioni e obbligazioni ed anzi affermano (ivi a p. 224) che “[s]olo al di fuori di tali figure si rientra, e si rientra sempre, nella fattispecie dello strumento finanziario dell’art. 2346”. Con ciò, pertanto, la categoria degli SFP sembra assumere un carattere “residuale”.

obbligazionaria) e un'emissione di SFP (che siano propriamente definiti come tali) aventi causa di finanziamento; lo stesso varrà, poi, per ciascun'altra causa di cui si possano “riempire” gli SFP.

Ebbene, tale elemento distintivo viene individuato, in generale, nella *“attribuzione di diritti, sia patrimoniali che amministrativi, sino ad ora riservati alle sole azioni”* <sup>(167)</sup>. Di conseguenza, nell'esempio appena considerato, un SFP che replichi, dal punto di vista economico, un'operazione di finanziamento, sarebbe qualificabile proprio come SFP in ragione dell'attribuzione di diritti “sociali” (o “partecipativi”) di natura amministrativa.

Lo stesso principio varrà per il caso in cui la “causa” degli SFP sia quella tipica dell'associazione in partecipazione o della cointeressenza; di converso, quando la “causa” fosse di apporto a titolo di “capitale di rischio”, il criterio sarebbe ancora basato sul contenuto dei diritti di cui gli SFP siano dotati, ma con una differenziazione *in peius* rispetto alle azioni (ossia gli SFP sarebbero sempre dotati di diritti amministrativi “inferiori” rispetto a quelli di cui sono munite le azioni) <sup>(168)</sup>. A quest'ultimo riguardo, peraltro, l'Autore in questione sostiene che gli SFP non potrebbero mai essere muniti del diritto di voto nell'assemblea degli azionisti (desumendo tale principio essenzialmente dal divieto di partecipazione “all'assemblea generale” posto dall'art. 2346, co. VI, cod. civ.); si comprende quindi agevolmente che gli SFP non potranno mai, secondo questa concezione, godere di prerogative di *voce* davvero paragonabili a quelle proprie delle azioni ordinarie. Tant'è vero che, in altra sede, lo stesso Autore ha affermato che risiede proprio nel diritto di voto (ossia, nella sua non piena attribuibilità agli SFP) *“la ‘grade muraglia’ che differenzia gli strumenti finanziari partecipativi dalle azioni”* <sup>(169)</sup>.

Stante la possibilità di diverse “cause” degli SFP, si pone peraltro la necessità che la causa stessa sia riconoscibile: ciò dipenderà dal concreto atteggiarsi del contenuto economico degli SFP e, quindi, dei diritti patrimoniali di cui sono dotati. Da ciò deriva anche l'ulteriore considerazione per cui i diritti patrimoniali *“non possono mancare”*, posto che altrimenti la fattispecie negoziale sarebbe addirittura *“priva di causa e pertanto invalida”* <sup>(170)</sup>.

---

<sup>(167)</sup> M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 164), 54. V. in termini anche A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 153), 133.

<sup>(168)</sup> M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 164), 54-55.

<sup>(169)</sup> M. NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Società*, 2005, 5 ss., in part. a p. 7, ove si specifica che lo stesso può dirsi anche con riferimento al diritto di opzione (altra “grande muraglia”).

<sup>(170)</sup> M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 164), 66.

Per altro verso, i diritti amministrativi potrebbero “arricchire” il contenuto degli SFP, ma la loro presenza non sarebbe indefettibile per integrare la fattispecie. Allo stesso tempo, come detto, proprio l’attribuzione di diritti amministrativi potrebbe costituire l’elemento qualificante di un SFP qualora i suoi contenuti economici replicassero semplicemente, ad esempio, una “ordinaria” operazione di finanziamento <sup>(171)</sup>. In altri termini, uno strumento finanziario potrebbe dirsi “partecipativo” solo qualora fosse dotato di uno o più diritti che normalmente sono propri degli azionisti; ciò posto, è invece irrilevante se il diritto “partecipativo” sia patrimoniale o amministrativo, fermo restando che i diritti patrimoniali (anche non partecipativi) non potrebbero mai mancare <sup>(172)</sup>.

In quest’ottica, si pone l’ulteriore questione di individuare quali siano i diritti “sociali” (o “partecipativi”), ossia quali siano i diritti - patrimoniali o amministrativi - la cui attribuzione costituisce elemento qualificante degli SFP.

Per quanto riguarda i diritti patrimoniali, si afferma che possono essere considerati diritti “sociali” quelli alla partecipazione agli utili, nel senso di una partecipazione “diretta” agli stessi, alla stregua di quanto avviene per gli azionisti <sup>(173)</sup> (e dunque non una forma di remunerazione ad essi meramente parametrata) <sup>(174)</sup>. Un coerente svolgimento di questa affermazione porta a ritenere che costituiscano diritti “sociali” anche quelli che attribuiscono la partecipazione alla distribuzione di riserve formate con l’accantonamento di quegli utili ai quali gli strumentisti

---

<sup>(171)</sup> Ancora M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 164), 66 e 67.

<sup>(172)</sup> Questa posizione è stata poi ulteriormente esplicitata, affermando che “*la distinzione tra strumenti finanziari partecipativi (tra cui le azioni e gli strumenti ex art. 2346, comma 6, c.c.) e strumenti finanziari non partecipativi (tra cui le obbligazioni e gli strumenti ex art. 2411, comma 3, c.c.) risiede nella partecipazione o meno al contratto sociale, [e] ciò significa che l’elemento distintivo è ravvisabile nel contenuto degli strumenti finanziari emessa dalla società per azioni, ossia nella natura dei diritti di cui essi sono dotati?*” (così M. NOTARI, *Partecipazione al rischio d’impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in AA. VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*. Liber discipulorum, Milano, 2011, 497 ss., in part. a p. 501).

<sup>(173)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, in P.G. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari (dir. da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 52 ss., in part. a p. 88. Al riguardo, peraltro, si precisa che deve trattarsi proprio del “*medesimo diritto agli utili spettante ai soci?*” (ivi, a p. 90).

<sup>(174)</sup> A. GIANNELLI, commento all’art. 2411, cit. (*supra*, nt. 49), 57, reputa che la forme di remunerazione quali la partecipazione diretta agli utili sociali sarebbero di pertinenza esclusiva degli SFP, in contrapposizione alle obbligazioni. Tra queste ultime, infatti, vi possono essere al più obbligazioni indicizzate agli utili, per tali dovendosi intendere necessariamente gli utili di bilancio e non quelli distribuiti, posto che in tale ultimo caso non si avrebbe un parametro “oggettivo” di riferimento, come invece richiesto dall’art. 2411, co. II, cod. civ. Con riguardo alle obbligazioni “partecipative” di cui all’art. 32 del D.L., 22 giugno 2012, n. 83, si veda *infra* nel testo.

avrebbero avuto diritto di partecipare, oppure di altre riserve, ad esempio formate proprio con l'apporto fornito al momento della sottoscrizione degli SFP <sup>(175)</sup>. Inoltre, costituisce un ulteriore diritto partecipativo il diritto a concorrere nel riparto dell'attivo di liquidazione, ma ciò purché esso venisse “*parificato, nell'ordine di soddisfazione*” all'omologo diritto spettante ai soci <sup>(176)</sup>.

Dal punto di vista dei diritti amministrativi, il principale diritto sociale sarebbe naturalmente il diritto di voto nell'assemblea dei soci; come già anticipato, però, chi ha sostenuto la tesi della “neutralità causale” degli SFP reputa che il diritto di voto in tale assemblea non possa essere mai conferito agli strumentisti. Tale conclusione viene tratta dal tenore letterale dell'art. 2346, co VI, cod. civ., a mente del quale gli SFP possono essere forniti “*di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti?*”; secondo la lettura proposta, si tratterebbe di una disposizione “*perentoria*” ed idonea a “*recidere in radice ogni ipotesi di attribuzione del diritto di voto*” agli strumentisti <sup>(177)</sup>. I diritti amministrativi, pertanto dovrebbero essere esercitati in via collettiva, nell'assemblea speciale di cui all'art. 2376 cod. civ. Quest'ultima assemblea, pertanto, sarebbe non solo la sede di protezione degli interessi della “classe”, come nella funzione “tradizionale” delle assemblee speciali, ma anche il luogo in cui esercitare le prerogative “partecipative” assegnate agli SFP, come ad esempio il diritto di nomina di un amministratore o sindaco ai sensi dell'art. 2351, ult. co., cod. civ., oppure il diritto di impugnazione di delibere assembleari, o ancora il diritto di avanzare denunce ai sensi degli artt. 2408 o 2409 cod. civ.

In tale quadro, al fine di attribuire un significato utile alla previsione dell'art. 2351, co. V, cod. civ., in virtù della quale gli SFP possono essere dotati del diritto di voto “*su argomenti specificamente*

---

<sup>(175)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 91.

<sup>(176)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 92. La distribuzione del riparto attivo di liquidazione agli strumentisti *pari passu* con gli azionisti comporta la conseguenza che “*si finisce per includere soggetti non soci nella categoria dei c.d. residual claimants dell'operazione societaria, di coloro cioè cui spetta il saldo attivo del patrimonio destinato all'esercizio dell'impresa sociale*” (ivi, p. 93).

<sup>(177)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 94. Secondo gli AA. citati sarebbe, a questo proposito, inconferente un richiamo all'art. 2526, co. II, cod. civ., il quale dà per scontato che nelle società cooperativa i portatori di strumenti finanziari possano votare nell'assemblea generale, stabilendo che i voti ad essi assegnati non possano superare un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti; invero, “*a dispetto di un nomen iuris pressoché identico, gli strumenti finanziari emessi dalle società cooperative ai sensi di tale norma hanno in realtà una natura ben diversa, posto che i loro titolari possono essere qualificati come veri e propri soci*” (ivi, p. 95). Allo stesso modo, anche l'art. 2506-ter, co IV, cod. civ. - che richiede il consenso unanime degli strumentisti con diritto di voto per l'esonero dalla predisposizione di documenti inerenti il procedimento di scissione - non potrebbe fornire elementi decisivi di segno contrario alla conclusione riportata nel testo, perché la norma è applicabile a tutte le società, incluse le cooperative, perciò gli strumenti finanziari ai quali l'art. 2506-ter, co IV, cod. civ. farebbe riferimento sarebbero proprio quelli emessi da cooperative.

*indicati*”, da ultimo <sup>(178)</sup> si afferma che l’ambito di applicazione di tale disposizione sarebbe “circoscritto” e comunque non potrebbe mai riguardare direttamente atti di competenza gestoria (*i.e.*, degli amministratori) <sup>(179)</sup>, né le delibere assembleari di approvazione del bilancio e di nomina degli amministratori, in conseguenza del divieto di innalzamento dei *quorum* assembleari ai sensi dell’art. 2369, co. IV, cod. civ., dal quale si dovrebbe desumere, a maggior ragione, l’inammissibilità dell’attribuzione di un potere di veto su quelle stesse decisioni.

Da quanto precede risulta, allora, facilmente intuibile il criterio di distinzione tra gli SFP e gli strumenti para-obbligazionari di cui all’art. 2411, co. III, cod. civ., il quale non può che risiedere nell’attribuzione - ai primi, ma non ai secondi - di “diritti sociali”, ossia diritti che trovano necessariamente origine in una previsione statutaria, tanto da far ritenere che il rapporto giuridico tra la società emittente e i titolari degli strumenti finanziari partecipativi sarebbe “*sempre e comunque regolato dal contratto sociale*”, pur non escludendosi che il medesimo rapporto possa essere disciplinato anche da un concorrente contratto collegato <sup>(180)</sup>.

Peraltro, ferma la distinzione tra SFP e strumenti para-obbligazionari, e quindi esclusa ogni “sovrapposizione” tra le due categorie <sup>(181)</sup>, per i casi in cui il contenuto economico dei primi replichi il fenomeno obbligazionario si ravvisano i presupposti per l’applicazione analogica dell’art. 2412 cod. civ., in tema di limiti quantitativi all’emissione delle obbligazioni <sup>(182)</sup>.

---

<sup>(178)</sup> Superando cioè la precedente opinione del medesimo Autore secondo la quale gli SFP non avrebbero mai potuto esprimersi – votando – su materie di competenza dell’assemblea generale o degli amministratori, pena la violazione delle sfere di competenza esclusiva di questi ultimi organi. Di conseguenza, il diritto di voto su argomenti specificamente indicati pareva doversi tradurre nel diritto di esercitare, tramite delibera dell’assemblea speciale, i diritti amministrativi assegnati alla categoria degli strumentisti (cfr. M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit. (*supra*, nt. 5), 551; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 164), 68). Lo stesso Autore dà atto del parziale superamento della precedente opinione in M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 98, in part. alla nt. 122.

<sup>(179)</sup> Sarebbe invece possibile che lo statuto subordinasse uno o più atti gestori alla previa approvazione assembleare ai sensi dell’art. 2364, co. I, n. 5, cod. civ., coinvolgendo poi gli strumentisti nel processo decisionale: cfr. M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 99, richiamando anche l’opinione di M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, cit. (*supra*, nt. 142), 64.

<sup>(180)</sup> M. NOTARI, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 180), in part. alle pp. 361 e 366. Ivi, alle pp. 362 e 365 si afferma anche che, nel quadro ricostruito, la misura della partecipazione al “rischio d’impresa” diviene una “*variabile (relativamente) indipendente*” rispetto alla classificazione e distinzione delle varie tipologie di strumenti che possono essere emessi da una s.p.a.

<sup>(181)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 126.

<sup>(182)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 132-133.

A questo proposito, peraltro, occorre menzionare anche l'opinione di chi, pur ravvisando negli SFP un *tertium genus* e quindi aderendo (con una serie di distinguo) alla tesi della "neutralità casuale", ravvisa l'utilità di estendere la disciplina "generale" delle obbligazioni agli SFP "di debito", attraverso un'applicazione analogica dell'art. 2411, co. III, cod. civ., la quale sarebbe giustificata in presenza di un diritto al rimborso dell'apporto<sup>(183)</sup>.

### **3.- La tesi della "neutralità causale", con applicazione diretta, nei limiti della compatibilità, dell'art. 2412 cod. civ.**

Un Autore giunge a conclusioni pressoché coincidenti con quelle delle tesi descritte al paragrafo precedente, ma vi perviene attraverso un percorso logico-argomentativo parzialmente diverso<sup>(184)</sup>.

Anzitutto, viene osservato che non potrebbe essere accolta una distinzione tra SFP (di cui all'art. 2346, co. VI, cod. civ) e strumenti para-obbligazionari (*ex art. 2411, co. III, cod. civ*) basata sulla mera assenza, nei primi, e presenza, nei secondi, del diritto al rimborso dell'apporto. Si nota, a supporto di questa osservazione, che una soluzione opposta (cioè favorevole alla distinzione fondata sulla presenza/assenza del diritto al rimborso) comprometterebbe "significativamente" gli ampi margini di manovra che sarebbero riconosciuti all'autonomia privata dall'art 2346 cod. civ. e, in particolare, precluderebbe "*la possibilità di emettere ibridi rappresentativi di operazioni di finanziamento vero e proprio, e come tali attributivi di un diritto al rimborso del capitale (condizionato o no), e purtuttavia forniti anche di poteri di voice*" sarebbe una limitazione "*priva di alcuna causa giustificatrice*"<sup>(185)</sup>.

---

<sup>(183)</sup> M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art. 2346, cit.* (nt. 7 *supra*), 236-237. Peraltro, gli stessi AA. (ivi, a p. 238) ritengono "simmetricamente" che "*per gli strumenti finanziari che presentano profili di capitale di rischio o attribuzione di diritti amministrativi [...] debbano applicarsi per analogia norme proprie della disciplina dei titoli azionari*"; ciò ad esempio con riferimento all'art. 2351, co. II, cod. civ., alla stima dei conferimenti in natura, al diritto di opzione, all'acquisto di azioni proprie.

<sup>(184)</sup> Cfr. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, cit.* (*supra*, nt. 142), il quale infatti critica la tesi sostenuta da Notari, osservando che l'impostazione sostenuta da quest'ultimo "*attraverso cui viene enucleata una pluralità di classi disgiunte di strumenti finanziari, appare sostanzialmente corretta sotto il profilo delle sue implicazioni regolamentari, ma [...] non può convincere sul piano sistematico*" (v. ivi, pag. 7, nt. 16). La tesi di M. Cian riferita nel testo era stata anticipata in M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline, cit.* (*supra*, nt. 3).

<sup>(185)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, cit.* (*supra*, nt. 142), 11.

Per altro verso, secondo il medesimo Autore non sarebbe neppure possibile ritenere che l'art. 2411, co. III, cod. civ. si riferisca esclusivamente ai titoli che, oltre a prevedere un diritto di rimborso, siano anche *privi* di diritti amministrativi. Se così si facesse, infatti, stante la libertà di configurare gli SFP come strumenti “di debito” (per quanto detto sopra), si destinerebbero proprio gli SFP, seppur “di debito”, a rimanere al di fuori della sfera di applicazione delle norme concernenti il fenomeno obbligazionario (ossia degli artt. 2410 e ss. cod. civ.), di talché diverrebbe “*estremamente difficoltoso*” recuperare l'applicazione dei limiti di emissione di cui all'art. 2412 cod. civ. tramite il ricorso all'analogia <sup>(186)</sup>.

Per questi motivi non sarebbe “appagante” leggere le discipline codicistiche dedicate, da un lato, agli SFP, e, dall'altro lato, alle obbligazioni, in termini di “reciproca autonomia” <sup>(187)</sup>.

Di conseguenza, si afferma che sarebbe necessario ricondurre nella sfera di applicazione dell'art. 2411, co. III, cod. civ., tutti gli strumenti finanziati che realizzino “un'operazione di prestito di capitale”, a prescindere dal fatto che gli stessi siano “*obbligazionari o non obbligazionari, partecipanti o non partecipanti al rischio d'impresa, forniti o non forniti di poteri di voice*” <sup>(188)</sup>. Ciò comporta, allora, l'applicazione del rinvio all'intera disciplina delle obbligazioni, sicché tutti gli strumenti con diritto di rimborso verrebbero a trovare in quest'ultima uno statuto normativo unitario.

Da qui deriva, allora, l'applicazione diretta dei limiti quantitativi di emissione posti dall'art. 2412 cod. civ.

Tuttavia, si riconosce che lo “statuto” normativo delle obbligazioni, allorché viene esteso a strumenti dotati anche di “diritti corporativi”, genera “momento di incongruità sul piano funzionale”: si fa l'esempio della competenza per l'emissione o della disciplina dell'organizzazione di gruppo. Si rende, allora, necessario, un intervento “correttivo” in senso restrittivo del rinvio operato dall'art. 2411, co. III, cod. civ., da condurre secondo un criterio “teleologico” e, precisamente, assumendo che l'intero corpo normativo richiamato possa applicarsi solo agli strumenti privi di diritti corporativi, mentre per quelli che ne sono dotati “*opera esclusivamente la porzione concernente i limiti quantitativi all'emissione*” <sup>(189)</sup>.

---

<sup>(186)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (*supra*, nt. 142), 11-12.

<sup>(187)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (*supra*, nt. 142), 12.

<sup>(188)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (*supra*, nt. 142), 13.

<sup>(189)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (*supra*, nt. 142), 15.

La conclusione finale, quindi, è la nota affermazione per cui il rapporto tra SFP e strumenti para-obbligazionari “non viene a delinearci né in termini di rapporto di genere a specie, né in termini di piena, reciproca autonomia: si tratta di due classi distinte sì, ma il cui ‘insieme intersezione’ non è vuoto, esistendo figure di ibridi sussumibili al contempo entro l’una ed entro l’altra fattispecie” <sup>(190)</sup>.

Concretamente, perciò, viene ritenuta del tutto legittima l’emissione di SFP “di debito”, i quali, in quanto emessi in forza dell’art. 2346, co. VI, cod. civ., possono ben essere dotati di diritti “corporativi” (così li definisce l’Autore), ma al contempo possono prevedere un “diritto pieno” al rimborso del capitale. Posto che l’Autore parla appunto di “diritto pieno al rimborso” <sup>(191)</sup>, parrebbe allora del tutto irrilevante il profilo di partecipazione economica al rischio d’impresa del portatore dello strumento in questione, visto che il diritto di rimborso potrebbe anche non essere condizionato o subordinato.

#### **4.- La tesi “monista” degli SFP quali strumenti sottoposti alla “disciplina generale” delle obbligazioni o, addirittura, quali “titoli di debito”.**

Una diversa opinione, invece, contesta l’assunto, reputato “del tutto indimostrat[o]”, secondo il quale la legittimazione all’esercizio di diritti amministrativi sarebbe incompatibile con il “concetto tipologico di obbligazione” <sup>(192)</sup>. Secondo l’A. citato, infatti, a seguito della riforma del diritto societario anche quest’ultimo “sembra essersi ampliato”, al punto che la presenza di diritti amministrativi, accanto a quelli patrimoniali, potrebbe essere ritenuta “del tutto indifferente” rispetto alle “esigenze” che ispirano la disciplina delle obbligazioni <sup>(193)</sup>.

Invero, l’A. sembra muovere da una fondamentale contrapposizione tra la disciplina delle azioni e quella concernente le obbligazioni, ritenendo che quest’ultima sia idonea a riferirsi a tutti gli “strumenti finanziari diversi dalle azioni” <sup>(194)</sup>. Altri sono giunti, pare, allo stesso esito sostenendo che “lo strumento finanziario esprime sempre un credito verso la società e, per converso, un debito della società verso il

---

<sup>(190)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (supra, nt. 142), 17.

<sup>(191)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (supra, nt. 142), 18.

<sup>(192)</sup> G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit. (supra, nt. 152), 812.

<sup>(193)</sup> G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit. (supra, nt. 152), 813. Si noti che l’A., a p. 811, richiama - e sembra condividere - la qualificazione dell’art. 2411, co. III, cod. civ. quale “norma rifugio” contenuta in V. BUONOCORE, *Commento breve al decreto legislativo 17 gennaio 2003 n. 6, recante la “riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001 n. 366”*, in *Giur. comm.*, 2003, suppl. al n. 4, 17.

<sup>(194)</sup> G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit. (supra, nt. 152), 814.

*finanziatore*”, sicché tutti gli strumenti finanziari (diversi dalle azioni) dovrebbero essere qualificati come titoli di debito <sup>(195)</sup>.

Da ciò discenderebbero due conseguenze sistematiche. Per un verso, il “concetto normativo” di obbligazione (contrapposto al più restrittivo “concetto tipologico”) si sarebbe esteso sino a ricomprendere tutti quegli strumenti finanziari che “*non implicano alcuna partecipazione al rischio della mancata restituzione del capitale*” (cioè, si potrebbe dire, danno titolo al rimborso dell’apporto), a prescindere dalla presenza o meno di diritti amministrativi <sup>(196)</sup>. Per altro verso, la disciplina delle obbligazioni (proprio perché avrebbe un campo di applicazione più ampio rispetto a quello delineato dal “concetto tipologico” di obbligazione) si riferirebbe anche a quegli strumenti che *non* garantiscono il rimborso dell’apporto (anche qui - anzi, si potrebbe dire, qui a maggior ragione - indipendentemente dalla presenza o meno di diritti amministrativi) <sup>(197)</sup>.

Secondo lo stesso A., questa impostazione avrebbe “*evidenti vantaggi sul piano della certezza del diritto*” <sup>(198)</sup>, fermo restando che la riconduzione di tutti gli strumenti finanziari diversi dalle azioni alla disciplina delle obbligazioni, intesa quale disciplina “generale”, non impedirebbe la contemporanea applicazione di “*discipline particolari*” <sup>(199)</sup>.

Così, la disciplina propria degli SFP (costituita, essenzialmente, dagli artt. 2346, 2351 e 2376 cod. civ.) sarebbe applicabile a quegli strumenti finanziari che, a prescindere dalla presenza o assenza di un diritto al rimborso dell’apporto, assicurino la “*partecipazione alla organizzazione*” dell’impresa, ossia siano forniti di diritti amministrativi. A questo fine, in altri termini, sarebbe “*decisivo il*

---

<sup>(195)</sup> B. LIBONATI, *I nuovi strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 1 ss., in part. a p. 8. P. SPADA, *Provista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 621 ss., in part. a p. 629 afferma l’opinione che “*gli apporti in esame non alimentino il patrimonio netto e che, se capitalizzati (la questione si pone per gli apporti d’opera), costituiscano un debito della società la cui liquidazione dipende dall’andamento degli esercizi (utile o perdita). Sicché non avrei, tutto sommato, esitazioni a ritenere che la raccolta c.d. ibrida, ibrida non è affatto; è, né più né meno, provvista di capitale di credito*”.

<sup>(196)</sup> G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit. (*supra*, nt. 152), 813.

<sup>(197)</sup> Sostengono che, in forza dell’art. 2411, co. III, cod. civ., la disciplina delle obbligazioni costituirebbe il regime generale degli SFP A. AUDINO, commento all’art. 2411, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, v. II, 1241; R. CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, cit. (*supra*, nt. 152), 46.

<sup>(198)</sup> La soluzione proposta da G. Ferri Jr. è reputata “*se pure non obbligata, senz’altro preferibile per scongiurare incongruenze e pericoli di aggiramento della disciplina*” da L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, 154, la quale alla nt. 22 osserva che, altrimenti, “[b]asterebbe, infatti, riconoscere un qualche diritto amministrativo, anche marginale, per escludere l’applicazione della normativa in tema di obbligazioni a strumenti finanziari che presentano un contenuto patrimoniale del tutto simile a quello delle stesse obbligazioni”.

<sup>(199)</sup> G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit. (*supra*, nt. 152), 814 e 824.

*riconoscimento dei diritti amministrativi, non anche l'atteggiarsi di quelli patrimoniali*"<sup>(200)</sup>. Rispetto agli SFP, quindi, si porrebbe così l'esigenza di coordinare la disciplina "generale" delle obbligazioni, con quella "particolare", propria degli SFP.

##### **5.- La tesi "monista" degli SFP quali strumenti (solo) "di patrimonio netto".**

Le varie tesi sin qui ricordate, sia concernenti la "neutralità causale" degli SFP, sia basate sulla riconduzione di questi ultimi al *genus* obbligazionario, fanno dipendere la distinzione degli SFP stessi dagli altri strumenti finanziari "non partecipativi" dalla presenza (o assenza) di diritti amministrativi, i quali costituirebbero quindi l'elemento qualificante della fattispecie degli SFP.

Proprio questo criterio, tuttavia, è stato criticato da autorevole dottrina in virtù, essenzialmente, di due osservazioni. Per un verso, è stato osservato che non sembrano esservi sufficienti "agganci normativi" in suo favore<sup>(201)</sup>; per altro verso, si è affermato che "è ben noto che i diritti amministrativi non sono un 'bene' finale, ma uno strumento a tutela degli interessi patrimoniali incorporati nello strumento finanziario", sicché "è ragionevole pensare che la distinzione basata sugli interessi abbia un ruolo più importante di quella fondata sui diritti amministrativi"<sup>(202)</sup>. Secondo l'A. citato, quindi, per distinguere tra titoli "partecipativi" e "non partecipativi" occorre avere riguardo a quale sia il contenuto di tali "interessi patrimoniali", contenuto che dipende in definitiva dall'esistenza o meno di un diritto alla restituzione dell'apporto.

Di conseguenza, la "summa divisio" sarebbe tra SFP, caratterizzati sempre da un apporto imputato nel patrimonio netto della società emittente (in quanto lo strumentista non può mai avere diritto ad ottenerne la restituzione), e strumenti "non partecipativi", sempre qualificabili come titoli "di debito", in quanto attribuiscono il diritto alla restituzione dell'apporto, per quanto eventualmente condizionato nei tempi e nell'entità all'andamento economico della società<sup>(203)</sup>.

---

<sup>(200)</sup> G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit. (*supra*, nt. 152), 824.

<sup>(201)</sup> R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 157), 732, dove si nota che anche la "topografia del codice" è fondata sulla distinzione tra strumenti di capitale di rischio e strumenti di debito. Anche M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit. (*supra*, nt. 143), 267, in part. alla nt. 621 ritiene che il criterio di distinzione tra strumenti "partecipativi" e "non partecipativi" fondato sulla attribuzione di diritti patrimoniali o amministrativi sia "non decisivo, salvo per quanto riguarda l'esclusione dei diritti amministrativi, ed in specie del diritto di voto, rispetto agli strumenti finanziati 'non partecipativi'".

<sup>(202)</sup> R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 201), 732-733.

<sup>(203)</sup> R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 201), 733-734.

Anche altri Autori giungono alla medesima conclusione, prendendo le mosse dalla conferma della “formale distinzione tra capitale di credito e capitale di rischio”, la quale non sarebbe intaccata dalla possibilità, offerta dalla riforma del 2003, di fornire veste giuridica a operazioni che dal punto di vista aziendalistico sarebbero riconducibili al concetto di “quasi-capitale”<sup>(204)</sup>. Si nota, infatti, che l’“ampia sfera di strumenti finanziari” configurabili ai sensi dell’art. 2411 cod. civ., pur potendo comportare la sottoposizione dei finanziatori dell’impresa ad un rischio economicamente “accostabile a quello dell’azionista”, sarebbero pur sempre caratterizzati da un diritto al rimborso dell’apporto<sup>(205)</sup>. Sarebbe, quindi, proprio la presenza di questo diritto di credito a consentire di distinguere le obbligazioni più “rischiose”, come ad esempio quelle irredimibili, dalle azioni. Analogamente, l’assenza di un diritto al rimborso dell’apporto sarebbe un elemento caratterizzante anche gli strumenti finanziari partecipativi, “in quanto orientanti sul versante del capitale di rischio”<sup>(206)</sup>.

## **6.- Considerazioni sulle posizioni espresse in dottrina e una proposta ricostruttiva.**

Si è già osservato che la scelta del legislatore di dettare una disciplina degli strumenti finanziari partecipativi frammentaria e, soprattutto, lacunosa, sembra deporre nel senso della rimessione all’autonomia privata della piena facoltà di forgiare liberamente il loro contenuto. Qualora si accogliesse questa premessa, probabilmente la tesi della “neutralità causale” degli SFP (cfr. parr. 2 e 3 che precedono) si farebbe preferire, in quanto maggiormente coerente proprio con la premessa anzidetta. Di conseguenza, ci si potrebbe ritenere soddisfatti individuando nella presenza di uno o più diritti “partecipativi” all’interno del “corredo” dei diritti attribuiti ad uno strumento finanziario, al momento dell’emissione, l’elemento distintivo e qualificante degli SFP (potendosi peraltro ben tollerare un certo margine di incertezza circa l’esatta identificazione dei diritti che a questi fini possano definirsi “partecipativi”).

Senonché, sembra opportuno soffermarsi sulla questione se una siffatta impostazione tenga debitamente conto dei vincoli all’autonomia privata che, benché magari non esplicitati dal

---

<sup>(204)</sup> M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit. (*supra*, nt. 143), 262-263.

<sup>(205)</sup> M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit. (*supra*, nt. 143), 265.

<sup>(206)</sup> M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit. (*supra*, nt. 143), 267-270. Anche U. TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit. (*supra*, nt. 6), 149 richiama - pare, adesivamente - l’affermazione di Miola appena citata; tuttavia, ivi a p. 150 sembra ammettere che gli SFP siano dotati di un diritto al rimborso del capitale (per quanto condizionato all’andamento economico della società).

legislatore, derivano dai principi di fondo del diritto societario, oppure se il suo accoglimento non possa creare il rischio di un contrasto proprio con tali principi.

In particolare, considerando che l'essenziale novità introdotta con l'istituto degli SFP pare essere la possibilità di estendere la platea dei titolari di prerogative tradizionalmente proprie dei soci per includervi anche soggetti diversi da questi ultimi <sup>(207)</sup>, sembra opportuno interrogarsi sulla effettiva ammissibilità della attribuzione di tali prerogative anche a soggetti che, dal punto di vista economico, siano veri e propri finanziatori dell'impresa, in quanto vantano un genuino diritto di rimborso dell'apporto.

La sopra riferita tesi della "neutralità causale" fornisce una risposta positiva a tale questione. Tuttavia, questa conclusione sembra comportare il rischio della pressoché completa obliterazione della correlazione tra "rischio" e "potere", posto che - in sintesi - consentirebbe di attribuire diritti amministrativi anche a coloro che, in sostanza, hanno una posizione economica del tutto equiparabile a quella di meri finanziatori e, quindi, si collocano in posizione ben lontana da quella dei soci. In altri termini, risulterebbe ammessa anche nel nostro ordinamento una fattispecie economicamente sovrapponibile ai c.d. *voting bonds*, seppur attraverso lo schema giuridico degli SFP. Invero, l'unica differenza rispetto alle obbligazioni propriamente dette risiederebbe nel fatto che un'emissione di SFP deve ricevere quantomeno una "copertura" statutaria e, quindi, occorre un intervento dell'assemblea straordinaria, mentre l'emissione di titoli obbligazionari può anche prescindere del tutto da una previsione nello statuto sociale <sup>(208)</sup>. Oltretutto, anche tale differenza può diventare labile posto che, secondo l'opinione maggioritaria, da un lato, lo statuto potrebbe delegare agli amministratori la decisione circa i tempi e l'entità dell'emissione di SFP <sup>(209)</sup> e, dall'altro lato, anche nel caso in cui lo statuto, pur prevedendo la possibilità di emissione di SFP (con specificazione degli elementi essenziali della loro disciplina), fosse silente in merito

---

<sup>(207)</sup> U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit. (*supra*, nt. 6), 146 osserva che l'introduzione degli artt. 2346, co. VI, e 2351, ult. co., cod. civ. "sembrano imporre un radicale ripensamento - e ridimensionamento - del 'dogma', secondo il quale 'diritti amministrativi' possono essere attribuiti solo ad investitori che assumono la qualifica di soci".

<sup>(208)</sup> Cfr. sul punto N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit. (*supra*, nt. 151), 14, la quale precisa che la "frequente clausola statutaria che «la società può emettere obbligazioni» ha, al più, valore enunciativo. Anche in mancanza, infatti, la società per azioni può finanziarsi tramite obbligazioni?".

<sup>(209)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 129-130.

all'organo competente a decidere l'effettiva emissione, questo andrebbe individuato proprio nell'organo amministrativo <sup>(210)</sup>.

E' pur vero che proprio l'introduzione degli SFP viene ritenuta una delle cause - o, forse, per meglio dire, uno dei "punti di emersione" - dell'attenuazione della correlazione tra rischio e potere nell'attuale ordinamento <sup>(211)</sup>, ma non sembra revocabile in dubbio il fatto che si tratti di un principio "tendenziale" che a tutt'oggi informa la fattispecie (il "tipo", si potrebbe dire) della società per azioni <sup>(212)</sup>. Invero, se ne può trovare conferma proprio nella disciplina di quegli istituti che in sé stessi costituiscono delle (parziali) "deroghe" a tale principio: ad esempio, allorché si consente l'emissione di azioni prive del diritto di voto, si stabilisce anche che esse non possono mai rappresentare più della metà del capitale sociale (art. 2351, co. II, cod. civ.); ancora, quando si ammettono le azioni a voto plurimo, si prevede che ciascuna di esse non possa conferire più di tre voti (art. 2351, co. IV, cod. civ.).

Peraltro, è stato osservato che proprio la combinazione degli istituti appena menzionati (azioni senza voto e a voto plurimo) parrebbe consentire anche il caso "estremo" di un socio che detenga il controllo della società essendo titolare solo del 12,5% del capitale sociale <sup>(213)</sup>, realizzando un notevole allontanamento da una "proporzione" tra rischio e potere. Tuttavia, anche in tale ipotesi non è del tutto obliterata una fondamentale, per quanto "ridotta", correlazione tra rischio e potere (perché non si può scendere al disotto della soglia menzionata).

---

<sup>(210)</sup> Cfr. M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub* art. 2346, *cit.* (nt. 7 *supra*), 233; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, *cit.* (*supra*, nt. 151), 14. Diversamente, G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, *cit.* (*supra*, nt. 153), 186, il quale afferma la competenza dell'assemblea ordinaria, in quanto organo deputato a disporre del risultato d'esercizio (ivi, p. 180); in proposito, si veda la critica di M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 129, in part. alla nt. 208, ove si afferma che "si finisce così per confondere due piani tra loro distinti: da un lato quello della destinazione dei risultati d'esercizio, che attiene alla competenza dell'assemblea ordinaria" e, "dall'altro lato, quello della modificazione delle regole del contratto sociale".

<sup>(211)</sup> C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, *cit.* (*supra*, nt. 100), 1073. Nello stesso senso si vedano A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, *cit.* (*supra*, nt. 153), 135, nonché la motivazione della massima n. 142 del 19 maggio 2015, *Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci*, elaborata dalla Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano.

<sup>(212)</sup> V. ancora la motivazione della massima n. 142 del 19 maggio 2015, *Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci*, della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano. Si veda anche M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. e impresa*, 2014, 221 ss.

<sup>(213)</sup> P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, *cit.* (*supra*, nt. 77) 3.

Inoltre, sempre ragionando di casi “estremi”, la conferma di una fondamentale correlazione tra rischio e potere è riscontrabile nel c.d. divieto di patto leonino, dettato dal legislatore in materia di società di persone, all’art. 2265 cod. civ., ma ritenuto pacificamente “*attinente alle radici sistematiche della disciplina di tutti i fenomeni societari*” (214).

Peraltro, proprio la prospettiva del divieto di patto leonino sembra particolarmente proficua in questa sede, posto che in tale principio può trovare risposta l’interrogativo avanzato poco sopra: se, cioè, nell’ordinamento vi siano dei limiti all’attribuzione di prerogative amministrative ad un soggetto che si trovi nella posizione (economica) di finanziatore della società (215).

Ebbene, la risposta a tale interrogativo che si può desumere dall’art. 2265 cod. civ. pare dover essere positiva, ossia nel senso dell’esistenza un siffatto limite, che rende incompatibili diritti amministrativi e posizione creditoria.

La *ratio* sottostante il divieto del patto leonino è individuata dalla giurisprudenza nel fatto che “[l]a possibilità di perdere [...] il valore economico rappresentato dal proprio conferimento, dovrebbe costituire un sufficiente stimolo a spingere il socio ad astenersi da operazioni eccessivamente aleatorie ed a prodigarsi per il favorevole esito dell’impresa”, mentre se un socio non corresse tale rischio “non porterebbe nella formazione della volontà sociale il medesimo interesse degli altri soci, ponendosi in conflitto di interessi con gli stessi” (216). In altri termini, quindi, se un soggetto fosse legittimato ad esercitare prerogative sociali, ma fosse al contempo insensibile al rischio di perdere il proprio capitale investito nella

---

(214) Trib. Milano, 30 dicembre 2011, Pres. Est. E. Riva Crugnola, in *Giur. comm.*, 2012, II, 729 ss., con nota di F. DELFINI, *Opzioni put con prezzo predeterminato “a consuntivo”, arbitraggio della parte e nullità*, in part. a p. 734. La sentenza citata si rifà ampiamente a Cass. civ., sez. I., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478 ss., la quale afferma che il “*precetto vincolante dell’art. 2265 c.c. [è] indubbiamente estensibile a tutti i tipi sociali in quanto attinente alle condizioni del tipo ‘contratto società’*”. Il principio era stato ritenuto essere “*la struttura portante dell’ordinamento della società capitalistica*” da A. GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 380. Anche secondo N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994, 44 “[l]’art. 2265 assurge [...] a norma-chiave nell’architettura tipologica del contratto sociale, configurandosi come una disposizione di ordine pubblico economico diretta a tutelare il buon funzionamento delle società come enti economici collettivi e a garantire una regolare ed equilibrata formazione della loro volontà. Vietando la partecipazione alla società di chi non ha l’interesse tipico di socio, la legge protegge infatti non solo gli altri soci, ma anche e soprattutto i terzi creditori e l’intero sistema economico che nell’istituto societario ha uno dei suoi assi portanti”.

(215) Pare calzante l’osservazione di N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, cit. (*supra*, nt. 214), 116, secondo la quale l’istituto del divieto di patto leonino “*sembra segnalare, laddove lo si osservi nel suo farsi storico, un andamento per così dire sinusoidale: la norma riavanza, da dietro le quinte, sul proscenio del diritto commerciale, ogni qualvolta il contratto di società viene utilizzato in modo anomalo, al fine di realizzare operazioni di puro finanziamento*”.

(216) Cass. civ., sez. I., 29 ottobre 1994, n. 8927, cit. (*supra*, nt. 214), 478.

società stessa, vi sarebbe un rischio di distorsione dell'utilizzo di quelle prerogative tale che l'ordinamento sancisce la nullità degli accordi che realizzino questa situazione.

Ebbene, se si consentisse l'attribuzione di diritti amministrativi ad un soggetto che è creditore della società, avendo il diritto di ottenere il rimborso del proprio apporto, si realizzerebbe una situazione del tutto analoga a quella vietata dall'art. 2265 cod. civ. Tant'è vero che in un recente caso giurisprudenziale, in cui il Tribunale di Milano era chiamato a giudicare della validità di una pattuizione extra-sociale che conferiva ad un socio un'opzione di vendita della propria partecipazione a prezzo predeterminato, si è ritenuto che tale patto fosse contrario al divieto di patto leonino e non “*meritevole di tutela*” perché aveva l'effetto di assicurare al socio beneficiario dell'opzione di vendita “*una posizione (non già di socio di capitale ma) analoga a quella di mero finanziatore*” della società, “*pur figurandone soci[o]*” <sup>(217)</sup>.

Peraltro, il Tribunale di Milano, nella decisione appena menzionata, si è interrogato non solo sulla conformità o contrarietà della clausola *put* a prezzo determinato rispetto al divieto di patto leonino, ma ha anche valutato l'eventualità che essa fosse caratterizzata da una causa “*meritevole di tutela*” perché essa era non contenuta nello statuto, bensì in una pattuizione extra-sociale, sicché se la stessa fosse stata supportata da una autonoma funzione, causalmente separata rispetto al contratto di società, la si sarebbe comunque potuta ritenere valida, alla stregua dei principi di diritto sanciti dalla Corte di legittimità <sup>(218)</sup>. Di contro, se la clausola fosse stata contenuta direttamente nello statuto sociale, l'indagine sulla sua “*meritevolezza*” non sarebbe stata nemmeno possibile, stante il giudizio negativo già fornito dal legislatore nell'art. 2265 cod. civ.

Applicando questi parametri al caso degli SFP, si deve rilevare che, ai sensi dell'art. 2346, co. VI, cod. civ. il contenuto degli strumenti finanziari deve essere necessariamente descritto e disciplinato nello statuto sociale. Di conseguenza, anche in questo caso non vi sarebbe spazio per alcuna valutazione di “*meritevolezza*” dello scopo perseguito, dovendosi invece fare piana applicazione del divieto di porre un soggetto in “*una posizione (non già di socio di capitale ma) analoga a quella di mero finanziatore*” della società - essendone creditore, in virtù di un diritto al rimborso dell'apporto - “*pur figurandone soci[o]*”, ossia pur potendo esercitare prerogative sociali.

Alcuni commentatori hanno osservato che l'attribuzione di diritti amministrativi ad SFP “*di debito*” non sarebbe comunque in contrasto con il divieto di patto leonino, perché i portatori di

---

<sup>(217)</sup> Così Trib. Milano, 30 dicembre 2011, Pres. Est. E. Riva Crugnola, *cit. (supra, nt. 214)*, 732.

<sup>(218)</sup> Cass. civ., sez. I., 29 ottobre 1994, n. 8927, *cit. (supra, nt. 214)*, 478.

SFP (di fatto, creditori) potrebbero essere muniti di prerogative aventi funzione di vigilanza, ma non avrebbero “*un potere gestorio di natura direttamente operativa, idoneo ad incidere sulle decisioni strettamente operative inerenti l’attività sociale*”; si fa in proposito l’esempio dell’art. 2351, ult. co., cod. civ. che consente sì agli strumentisti di nominare un componente dell’organo amministrativo, ma un componente “indipendente”, il quale avrebbe quindi una funzione di vigilanza sulla gestione<sup>(219)</sup>. Si tratta, però, di un’osservazione che non pare convincente perché, se si seguisse tale ragionamento, allora il divieto di patto leonino non si dovrebbe applicare neppure al socio di minoranza, perché anche costui non sarebbe nei fatti in grado di esercitare un vero “*potere gestorio*”. Tuttavia, non risulta che le partecipazioni di minoranza possano andare esenti dal divieto di cui all’art. 2265 cod. civ.<sup>(220)</sup>.

In ragione di ciò, appare quantomeno opportuno chiedersi se con l’introduzione degli SFP il legislatore abbia effettivamente inteso superare così radicalmente il principio della correlazione tra rischio e potere (o quantomeno, in ipotesi, se abbia inteso porvi una così significativa eccezione, di cui sia possibile giovare proprio tramite lo schema giuridico degli SFP), al punto di consentire che un finanziatore possa godere di prerogative proprie dei soci, quali ad esempio i diritti amministrativi (*in primis*, la nomina di un componente dell’organo amministrativo o di controllo, oppure, se lo si ammette, un sostanziale diritto di veto sulle decisioni sociali), o - ampliando il discorso - anche il diritto alla partecipazione diretta all’utile (o alle riserve con questo formate) o, ancora, il diritto alla partecipazione al residuo attivo di liquidazione.

Una conclusione positiva a questo interrogativo, peraltro, sarebbe dirompente anche rispetto al principio della tradizionale “*assoluta incompatibilità tra la fattispecie obbligazionaria e l’attribuzione di diritti di natura associativa ai portatori dei titoli*”: si noti che i medesimi Autori che hanno sostenuto la

---

<sup>(219)</sup> M. MAROCCHI, *Sull’attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, cit. (*supra*, nt. 212), 239-240. Sviluppa ulteriormente l’argomento L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, cit. (*supra*, nt. 198), 156-154 e in particolare alla nt. 31 a p. 158, secondo la quale l’esclusione degli strumentisti dalla possibilità di votare nell’assemblea dei soci, che sarebbe posta dall’art. 2351, ult. co., cod. civ., sarebbe un indice dimostrativo della “*esigenza di mantenere in capo ai soci una posizione di primazia rispetto ai terzi investitori*”, con un conseguente “*vincolo alla possibilità di attribuire a questi ultimi poteri di ingerenza forte nell’attività sociale*”. Cfr. anche E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito*, Milano, 2004, 32. A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 153), 135, osserva, invece, che non sussisterebbero del tutto i presupposti per applicare il c.d. divieto di patto leonino agli SFP, ma (se ben si comprende) sembra riferire le proprie considerazioni solo ad ipotetici SFP dotati esclusivamente di diritti amministrativi e non di diritti patrimoniali.

<sup>(220)</sup> V. ad es. il caso deciso da App. Milano, Pres. E. Secchi, Rel. F. Fieconi, 20 ottobre 2014, n. 3674, in *Contratti*, 2015, 999, in cui si discuteva di un’opzione *put* avente ad oggetto una partecipazione pari al 20% del capitale sociale.

tesi della neutralità causale degli SFP hanno affermato, al contempo, la persistente validità di questo principio anche dopo la riforma del diritto societario del 2003 <sup>(221)</sup>, tant'è vero che si afferma categoricamente che sarebbe “*fuori discussione [...], naturalmente, l'illegittimità di qualsiasi attribuzione di poteri di partecipazione attiva alla vita sociale*” agli obbligazionisti <sup>(222)</sup>.

Se ben si comprende il pensiero degli autorevoli Autori appena citati, parrebbe di poter ricondurre a coerenza le loro affermazioni adottando un criterio piuttosto “formalistico” per delimitare il campo di applicazione del principio di incompatibilità “assoluta” tra obbligazioni e diritti corporativi: ossia, il principio varrebbe solo con riferimento a quei titoli che siano qualificabili come obbligazioni sia dal punto di vista “formale” che dal punto di vista del loro contenuto economico. Di contro, uno strumento che sia qualificato formalmente come SFP, ma abbia un contenuto patrimoniale in tutto e per tutto assimilabile ad una tradizionale operazione di finanziamento (quale potrebbe essere incorporata in un'emissione obbligazionaria), ne sarebbe escluso e, quindi, ben potrebbe essere dotato di prerogative sociali.

Questa prospettiva non sembra di per sé appagante e ciò, essenzialmente, perché conduce al risultato di trattare in modo diverso situazioni invece del tutto analoghe (quantomeno del punto di vista economico).

Peraltro, ammettere la possibilità di “sovrapposizioni” tra discipline diverse in relazione a fenomeni economicamente assimilabili rischia di ingenerare una situazione di notevole incertezza. Ciò, oltretutto, pare contrastare con un principio di “coerenza” dell'ordinamento, che in particolare in materia di titoli che possono essere emessi dalle società può essere riassunto nell’*“esigenza che ad uno stesso «nome» corrisponda un contenuto uniforme e logico”* <sup>(223)</sup>.

Uno degli Autori menzionati affronta direttamente la questione e afferma che la soluzione sopra indicata sarebbe per così dire “obbligata”, in quanto sarebbe “*priva di alcuna causa giustificatrice*”

---

<sup>(221)</sup> La citazione nel testo è tratta da A. GIANNELLI, commento all'art. 2411, *cit. (supra, nt. 49)*, 29, secondo il quale l'incompatibilità tra fattispecie obbligazionaria e diritti di natura associativa “*continua infatti a costituire caratteristica distintiva delle obbligazioni rispetto a tutte le altre categorie di strumenti finanziari che la nuova società per azioni può emettere*” e dunque anche rispetto agli SFP. Secondo l'A. ne costituirebbe riprova il fatto che l'art. 2411, nel disciplinare i “diritti degli obbligazionisti”, fa riferimento esclusivamente a diritti di natura patrimoniale.

<sup>(222)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, cit. (supra, nt. 142)*, 16, in part. alla nt. 36. Ivi, a p. 33, si legge anche che “[p]ur non essendo, la dotazione di tali poteri [ossia quelli di “partecipazione attiva alla gestione sociale”] elemento qualificante la categoria, la prerogativa del loro riconoscimento è esclusiva degli ibridi partecipativi?”.

<sup>(223)</sup> Così P. MARCETTI, *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, I, 485 ss., in part. a p. 490.

un'interpretazione opposta, che vietasse di munire di “diritti corporativi” strumenti finanziari che prevedano il diritto di rimborso dell'apporto, in quanto ciò comporterebbe una ingiustificata limitazione dell'autonomia privata “cui [invece] l'art. 2346 sembra riconoscere margini di manovra assai ampi” (224).

Tuttavia, sembra lecito nutrire delle riserve circa la “tenuta” delle affermazioni appena ricordate, posto che nel dato normativo non è possibile rinvenire con sicurezza indici che confermino l'effettiva *voluntas legis* di estendere quegli invocati “margini di manovra” dell'autonomia privata sino al punto da consentire l'esercizio di prerogative sociali a soggetti che sono veri e propri creditori della società (intesi come creditori non “residuali”, come invece gli azionisti e i portatori di SFP non dotati del diritto di rimborso dell'apporto).

E' stato anche osservato che con l'introduzione degli SFP il legislatore sarebbe intervenuto “rompendo, se così si può dire, proprio il monopolio sulla produzione dell'attività sociale e sulla gestione dell'impresa collettiva, di cui sino ad oggi godevano esclusivamente gli investitori partecipanti al capitale sociale: è a dire, gli azionisti” (225). Anche tale affermazione, tuttavia, non indica la ragione per cui, a fronte della “rottura” di tale “monopolio”, i diritti “corporativi” potrebbero *in thesi* essere attribuiti anche a coloro che si trovano, di fatto, in posizione creditoria nei confronti della società emittente.

In altri termini, l'assunto per cui anche i portatori di titoli “di debito”, del tutto assimilabili alle obbligazioni “tradizionali” sotto il profilo economico, possano avere accesso ai diritti amministrativi (nel senso di tutti quelli attribuibili *ex artt.* 2346, co. VI, e 2351, ult. co., cod. civ.) è di tale rilevanza che parrebbe di per sé bisognoso di dimostrazione.

In altra sede, i sostenitori della tesi più “liberale”, ossia quella della neutralità causale degli SFP, hanno sottolineato che, alla luce della possibilità di coniare strumenti azionari o obbligazionari dal contenuto economicamente più vario, è da escludere che, nell'attuale ordinamento societario, vi possa essere una correlazione tra il grado di esposizione al rischio d'impresa di un soggetto e l'attribuzione allo stesso di poteri di ingerenza o controllo sulla gestione della società (226). Questa osservazione, che di per sé appare senz'altro condivisibile, sembra però operante in modo più

---

(224) M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (*supra*, nt. 142), 11.

(225) M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in P. Abbadessa - G.B. Portale (dir. da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 1, Torino, 2007, 740.

(226) M. NOTARI, *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, cit. (*supra*, nt. 172), 499.

sicuro all'interno delle categorie delle azioni e delle obbligazioni (individualmente considerate), mentre è meno evidente che possa assurgere a principio generale dell'ordinamento societario.

Sembra infatti indubitabile che, tra le varie tipologie di azioni – ordinarie e speciali – che possono essere emesse da una società non vi debba essere una graduazione che tenga conto di una proporzionalità tra l'esposizione al rischio e la capacità di ingerenza nella gestione sociale: invero, questa proporzionalità è stata "incrinata" già nel 1974 con l'introduzione delle azioni di risparmio, poi ha subito un ulteriore ridimensionamento con l'eliminazione del privilegio patrimoniale "minimo" delle azioni di risparmio stesse, nel 1998 <sup>(227)</sup>, e ancor più con la riconosciuta ammissibilità di azioni prive del diritto di voto (e non privilegiate del punto di vista patrimoniale), nel 2003, per arrivare poi alle azioni a voto plurimo, nel 2014.

Lo stesso è a dirsi per le obbligazioni, che a seguito della riforma possono ben essere subordinate (anche nelle società di diritto "comune" e non più solo bancarie: art. 2411, co. I, cod. civ.), indicizzate (art. 2411, co. II, cod. civ.) o dotate di un diritto di rimborso condizionati, nei tempi e nell'entità, all'andamento economico della società (art. 2411, co. III, cod. civ.) <sup>(228)</sup>. Proprio l'ultimo comma dell'art. 2411 cod. civ., del resto, indica una "potenzialità espansiva" della fattispecie obbligazionaria <sup>(229)</sup>. Ebbene, nonostante tale capacità "espansiva" renda ammissibile l'emissione di obbligazioni più "rischiose" anche rispetto ad alcuni tipi azionari, ciò non potrà mai comportare la possibilità di attribuzione a quelle stesse obbligazioni di prerogative propriamente "sociali".

Oltre a ciò, però, non è agevole riconoscere una valenza "generale" al principio di indifferenza tra esposizione al rischio d'impresa e titolarità di prerogative corporative, anche al di fuori della sfera azionaria e obbligazionaria (ciascuna di esse individualmente considerata).

Invero, se è possibile, come detto, affermare pienamente il principio anzidetto all'interno della fattispecie azionaria e della fattispecie obbligazionaria, resta fermo che non vi possono essere azioni senza conferimento, né obbligazioni senza diritto di rimborso (per quanto subordinato o condizionato); resta ferma, quindi, la fondamentale distinzione tra azioni e obbligazioni, a fronte

---

<sup>(227)</sup> Cfr. A. SACCO GINEVRI, *Le azioni di risparmio (quarant'anni dopo)*, in *NDS*, 4, 2015, 23 ss., in part. a p. 25.

<sup>(228)</sup> A. GIANNELLI, commento all'art. 2411, *cit.* (*supra*, nt. 49), 29.

<sup>(229)</sup> N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, *cit.* (*supra*, nt. 151), 9, la quale conferma che "[a]nche il versante obbligazionario contribuisce, pertanto, alla moltiplicazione delle forme di finanziamento della società per azioni".

della quale è possibile riconoscere - in modo pienamente corrispondente - la titolarità di prerogative sociali alle azioni, ma non alle obbligazioni <sup>(230)</sup>.

Di conseguenza, se l'osservazione dell'attuale disciplina normativa di azioni e obbligazioni, individualmente considerate, conferma il principio di irrilevanza dell'esposizione al rischio d'impresa, il loro confronto, invece, sembra confermare l'esistenza di una correlazione di fondo tra conferimento al capitale sociale e prerogative corporative.

Da ciò si potrebbe desumere, allora, che se la novità risultante dall'introduzione degli SFP nell'ordinamento consiste nel possibile ampliamento dei beneficiari delle prerogative corporative, questo ampliamento dovrebbe ragionevolmente avvenire - in assenza di sicuri indici normativi - solo verso quei soggetti che si trovino in una situazione assimilabile a quella dei soci. Essendo ovviamente opportuno che il giudizio di "assimilabilità" tra soggetti che si trovano in situazioni differenti avvenga secondo un criterio oggettivo, pare congruo individuare questo criterio nel contenuto giuridico ed economico del rapporto tra questi soggetti e la società emittente. Così, diviene rilevante considerare se il soggetto in questione si trovi in posizione analoga a quella di chi ha effettuato un conferimento e non ha diritto di ottenerne la restituzione *tout court* (i.e. gli azionisti) o, piuttosto, a quella di chi ha erogato un mutuo alla società e ha diritto di ottenere il *tantundem*, per quanto subordinatamente alla previa soddisfazione di altri creditori della società, o sotto condizione che la società registri un certo andamento economico (i.e. gli obbligazionisti).

Alla stregua di queste considerazioni, solo quegli strumentisti che abbiano effettuato un apporto non rimborsabile - e dunque i titolari di SFP "di patrimonio netto" - sembrano trovarsi in una posizione assimilabile a quella dei soci.

Parallelamente, con riferimento a quegli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto al rimborso dell'apporto - tanto da rendere i relativi portatori *creditori* della società - non si vede perché a questi dovrebbe essere concesso di godere di prerogative corporative, mentre ciò sarebbe con sicurezza escluso per gli obbligazionisti, che pure si trovano in una posizione economica del tutto assimilabile.

---

<sup>(230)</sup> Le osservazioni nel testo portano, in fin dei conti, alla medesima lettura del divieto di patto leonino offerta già in N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, cit. (*supra*, nt. 214), 127-128, inteso come espressivo di una necessaria correlazione tra rischio e potere nel senso che "*fra i due termini esiste, sul piano giuridico, soltanto un rapporto di tipo unilaterale, nel senso che colui che può, de iure, concorrere ad indirizzare la gestione sociale, non può non essere partecipe (sia pure graduatamente ed in misura diversa) delle alee inerenti all'impresa*".

Invero, la prospettiva della “neutralità causale” sembra maggiormente coerente con una nozione di SFP avente valenza eminentemente descrittiva. Questa impostazione, infatti, ravvisa nell’istituto degli SFP la “*finalità di fornire una veste giuridica (seppur «minimale») ai diversi possibili titoli atipici che di volta in volta l’autonomia negoziale avrebbe interesse di porre in essere*”, sicché si dovrebbe evitare di assegnare agli SFP “*una determinata causa o funzione*” posto che, altrimenti, si rischierebbe di “vanificare” proprio tale finalità, “*in quanto rimarrebbero nuovamente scoperti tutti gli strumenti finanziari caratterizzati da una causa diversa da quella predefinita dal legislatore*” (231).

L’opinione appena ricordata, pertanto, dà per presupposto che “a monte” vi sia una piena libertà dell’autonomia privata circa la declinazione dei contenuti degli strumenti finanziari: tant’è che proprio tale ampio spazio di manovra viene, “a valle”, a caratterizzare gli stessi SFP (232).

Si noti, peraltro, che il medesimo rilievo vale anche con riferimento all’opinione che è stata *supra* (al par. 4) definita “monista”, nel senso di ritenere gli SFP sempre sottoposti alla disciplina “generale” delle obbligazioni, la quale espressamente si occupa “*non già [del] contenuto di tali strumenti?*”, bensì di individuare la relativa disciplina applicabile (ad esempio in merito alla competenza all’emissione, ai limiti quantitativi all’emissione, alla documentazione, alla modificazione del contenuto, etc.) in base al “*concreto atteggiarsi di tale contenuto*” (233).

Non paiono esservi dubbi, perciò, sulla correttezza dell’impostazione “liberale” sopra richiamata, se la stessa viene riferita alla sfera delle obbligazioni; tant’è che in merito all’art. 2411, co. III, cod. civ. si afferma che con la riforma del diritto societario si sarebbe deciso di prediligere un’impostazione contraria a quella “tipizzante” del codice del 1942, per dare pieno spazio all’autonomia privata, sicché sarebbe solo necessario individuare, a valle dell’esercizio di tale libertà, quale sia la disciplina normativa applicabile (234).

---

(231) M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 78.

(232) In proposito A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, *cit.* (*supra*, nt. 155), 138 e 140 (alla nt. 122), afferma che la tesi in questione “*postula ciò che dovrebbe dimostrare*”.

(233) G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, *cit.* (*supra*, nt. 152), 814.

(234) Cfr. A. GIANNELLI, commento all’art. 2411, *cit.* (*supra*, nt. 49), 83, il quale osserva: “*il legislatore della riforma sembrerebbe abbandonare in tale ambito la «concezione tipizzante» propria del codice del 1942 (secondo cui in tanto gli ibridi sono ammissibili in quanto, in difetto di tipizzazione legale, risultino riconducibili ad un rapporto contrattuale tipico), per assumere invece un’impostazione diametralmente opposta, secondo la quale, in un contesto che privilegia l’autonomia negoziale, occorre soltanto determinare quale sia la disciplina di volta in volta applicabile, a prescindere da tipizzazioni normative della fattispecie per cui la disciplina stessa è pensata*”.

In altra opera, il medesimo A. (A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, *cit.* (*supra*, nt. 51), 76, afferma che lo scopo dell’art. 2411, co. III, co. civ. sarebbe non quello di “*legittimare ex professo l’emissione di titoli (e, in particolare, di obbligazioni che prevedano forme di indicizzazione in*

Di contro, come detto, quando si fuoriesce dal settore obbligazionario per invadere quello dei diritti propriamente “sociali” - o “partecipativi” -, sembra necessario adottare un approccio più cauto e ciò per la fondamentale ragione che, mentre un’emissione di strumenti finanziari che siano privi di prerogative di tal genere incide solo in via di mero fatto sulla posizione dei soci e degli altri creditori sociali (perché può “aggravare” l’indebitamento della società e, quindi, ridurre le *chances* dei soci di partecipare ad un utile e degli altri creditori di ottenere il pagamento del proprio credito), l’attribuzione di diritti “sociali” a soggetti diversi dai soci comporta necessariamente che proprio questi ultimi ne siano privati in misura proporzionale, oppure, comunque, che l’esercizio dei diritti sociali da parte dei soci possa subire delle “interferenze” altrimenti non previste nell’ordinamento. Così accade, emblematicamente, nel caso del potere di nomina di un componente dell’organo di amministrazione o controllo ai sensi dell’art. 2351, ult. comma, cod. civ.: una volta che il diritto di nominare (o comunque designare) tale componente sia stato assegnato agli strumentisti, chiaramente i soci si troveranno con una rappresentanza “ridotta” nell’organo sociale di riferimento (a parità del numero dei componenti dell’organo, *va da sé*)<sup>(235)</sup>.

Lo stesso principio vale con riguardo alla partecipazione diretta all’utile da parte di soggetti diversi dai soci, la quale non può che ridurre la quota dell’utile stesso destinata a questi ultimi, così come per ogni altro diritto “sociale” che possa essere ritenuto un “bene limitato”.

L’attribuzione di altri diritti amministrativi, ad esempio quello di impugnazione di delibere assembleari, non produrrebbe invece alcuna “riduzione” del corrispondente diritto dei soci, ma certamente produrrebbe una (quantomeno potenziale) interferenza da parte di soggetti terzi sull’esercizio di altri diritti dei soci (ad esempio, il diritto di voto in assemblea), tanto che questi ultimi ne risulterebbero per così dire “compressi”.

Non parrebbe esservi, invece, neppure una “compressione” delle prerogative dei soci con riguardo ai diritti di informazione (ad esempio, il diritto di ricevere gli stessi documenti messi a disposizione dei soci in caso di convocazione dell’assemblea) e di controllo (ad esempio, il diritto di accesso ai libri sociali). Tuttavia, questo potrebbe al più essere un argomento per ritenere lecita

---

*linea capitale, quanto piuttosto [quello di] applicare in via estensiva l’intera disciplina in materia di obbligazioni a qualsiasi strumento finanziario, comunque denominato, che condizioni i tempi e l’entità del rimborso del capitale a determinati parametri di riferimento attinenti all’andamento economico della società”.*

<sup>(235)</sup> Ciò varrebbe ancor più nel caso in cui si accedesse alla tesi per cui in presenza di più emissioni (o più “categorie”) di SFP, a ciascuna di esse potrebbe essere attribuito il diritto di nominare un “proprio” amministratore o sindaco.

l'attribuzione di diritti sociali "minori" anche a favore di soggetti non-soci che siano, ad esempio, meri creditori della società; di converso, non pare che questa circostanza possa deporre a favore di un'estensione della compatibilità tra diritti sociali *tout court* e posizione creditoria.

Invero, anche chi ha elaborato e autorevolmente sostenuto la tesi della "neutralità causale" ha tenuto conto della "limitazione" ai diritti dei soci che deriva dall'ampliamento della schiera dei soggetti che possono beneficiare delle medesime prerogative. Ciò ha quindi portato all'affermazione per cui la decisione di assegnare diritti corporativi a soggetti terzi richiederebbe sempre una delibera dell'assemblea straordinaria o, comunque, un'apposita previsione nello statuto al momento della costituzione della società <sup>(236)</sup>. Tale corretta affermazione si riferisce, però, a tutti gli SFP - del resto in conformità al dettato dell'art. 2346, co. VI, cod. civ. - a prescindere dal loro contenuto economico e, quindi, non sembra di per sé idonea ad aggiungere alcunché rispetto al tema della attribuzione di prerogative sociali ad ipotetici SFP "di debito", posto che la volontà dell'assemblea straordinaria non potrebbe comunque superare un limite (*in thesi*, quello dell'incompatibilità tra prerogative sociali e posizione creditoria) stabilito dall'ordinamento.

In ragione di quanto precede, parrebbe maggiormente "rassicurante" ancorare la possibile legittimazione all'esercizio di diritti propriamente "sociali" al fatto che il relativo legittimato non sia un creditore della società, ma abbia effettuato un apporto in favore della società e non vanti un credito connesso al diritto ad ottenerne la restituzione <sup>(237)</sup>.

Anche sul versante dei diritti patrimoniali di natura "corporativa", e dunque con riferimento al diritto di partecipazione *diretta* all'utile (da tenere distinta dalla mera parametrizzazione all'utile della remunerazione del titolo), non paiono esservi elementi normativi sufficienti ad abbandonare un principio di tendenziale "corrispondenza" tra partecipazione al capitale sociale, da un lato, e diritto a partecipare alla distribuzione dell'utile, dall'altro. In proposito, infatti, è stato osservato che, in linea generale, una clausola statutaria che prevedesse l'eterodestinazione dell'utile potrebbe

---

<sup>(236)</sup> Tanto che si afferma che "il rapporto giuridico tra la società emittente e i titolari degli strumenti finanziari partecipativi è sempre e comunque regolato dal contratto sociale": così M. NOTARI, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 180), 365.

<sup>(237)</sup> Giunge ad un'analoga conclusione A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, cit. (*supra*, nt. 155), 139, il quale ritiene più "tranquillante un'interpretazione (sistematicamente meno dirompente) che individui un comune sostrato qualitativo nelle azioni e negli strumenti finanziari a queste contigui come modalità diverse di investimento nell'iniziativa imprenditoriale, senza cadere così nell'equivoco di trattare omogeneamente proprietà e debito, in assenza di disposizioni chiaramente precettive o anche permissive in tal senso".

addirittura scontrarsi con lo scopo lucrativo o con il “tipo sociale” della s.p.a. <sup>(238)</sup>. Ciò posto, vi sono poi alcuni casi, normativamente previsti, in cui sarebbe invece possibile e lecita l’attribuzione a soggetti diversi dai soci del diritto a partecipare (in senso proprio) all’utile. Tra le ipotesi “consentite” di eterodestinazione si menzionano le distribuzioni ai dipendenti *ex artt.* 2099, 2102 e 2349 cod. civ., o agli amministratori, promotori o soci fondatori *ex artt.* 2340 e 2341 cod. civ., ma anche le distribuzioni a favore dei portatori di SFP <sup>(239)</sup>. Tuttavia, poiché parrebbe trattarsi di casi eccezionali rispetto al principio generale appena ricordato, le relative previsioni dovrebbero essere intese in modo restrittivo: anche in questo caso, perciò, potrebbe essere preferibile ritenere comprese nell’ambito applicativo delle “eccezioni” citate solo quelle ipotesi che più si avvicinino al paradigma tradizionale di corrispondenza tra partecipazione al capitale e partecipazione all’utile. Di conseguenza, si dovrebbe escludere la possibilità di ritenere che il diritto di partecipazione all’utile possa essere attribuito al titolare di uno strumento finanziario “di debito”, il quale infatti sarebbe in una posizione ben diversa da quella di un socio.

Sulla scorta di quanto sin qui osservato, sembra che esigenze di coerenza sistematica impongano due ulteriori considerazioni. Per un verso, poiché la fattispecie degli SFP è caratterizzata, per espressa previsione normativa (art. 2346, co. VI, cod. civ.) ed unanime opinione in dottrina, proprio dalla possibile attribuzione di prerogative “sociali”, le quali, come detto, paiono incompatibili con un diritto al rimborso dell’apporto, pare di dover escludere del tutto la possibilità di coniare SFP “di debito”. In altri termini, sembra preferibile ritenere che gli SFP non possano godere di un diritto alla restituzione dell’apporto, il quale dovrebbe essere sempre effettuato, in sostanza, a “fondo perduto”.

Una tale impostazione, peraltro, semplificherebbe notevolmente i rapporti tra le categorie degli SFP, da un lato, e degli strumenti para-obbligazionari di cui all’art. 2411, co. III, cod. civ., dall’altro, posto che il diritto al rimborso dell’apporto costituirebbe caratteristica coesenziale alla natura fondamentale obbligazionaria di questi ultimi, mentre non potrebbe mai ricorrere nella fattispecie degli SFP.

Da ciò deriverebbe, quindi, la sostanziale impossibilità di sovrapposizione tra SFP e strumenti para-obbligazionari (visto che il loro contenuto economico dovrebbe essere sempre diverso), sicché non si porrebbe neppure la questione dell’applicabilità - diretta o analogica - della

---

<sup>(238)</sup> P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 38-39.

<sup>(239)</sup> Ancora P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, *cit.* (*supra*, nt. 238), 309.

disciplina delle obbligazioni agli SFP; tema, questo, sul quale il dibattito si è ampiamente sviluppato, specialmente al fine di garantire l'applicabilità dei limiti quantitativi dettati per le obbligazioni dall'art. 2412 cod. civ. anche agli SFP "di debito", pena il rischio che questi ultimi divengano un agevole mezzo di aggiramento della norma <sup>(240)</sup>.

V'è da menzionare, poi, un altro possibile argomento a sostegno della lettura per cui gli SFP non possono contemplare il diritto al rimborso dell'apporto. Il riferimento corre, in particolare, al fatto che l'istituto è stato introdotto nell'ordinamento dichiaratamente <sup>(241)</sup> al fine di consentire la valorizzazione dell'apporto di opere o servizi, con "*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*". Ebbene, se questo è stato lo scopo di politica legislativa perseguito con la previsione degli SFP <sup>(242)</sup>, se ne dovrà tener conto anche in sede di ricostruzione della fattispecie e, a tal proposito, può essere rilevante notare che, qualora l'apporto avvenga sotto forma di opere o servizi, non vi potrà essere un corrispondente diritto al rimborso. Da ciò si potrebbe argomentare nel senso che il legislatore, allorché ha coniato l'istituto *de quo*, ha contemplato solamente la possibilità che il rapporto economico sottostante non prevedesse alcun diritto al rimborso dell'apportante, restando così esclusa la possibilità che il contenuto economico replichi un mero finanziamento <sup>(243)</sup>.

---

<sup>(240)</sup> L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, cit. (supra, nt. 39), 182 osserva, in particolare, che "*gli strumenti finanziari partecipativi parrebbero prestarsi a vari usi, soprattutto grazie al fatto che essi parrebbero rendere possibile l'elusione di una serie di norme imperative dettate in materia di azioni e di obbligazioni*".

<sup>(241)</sup> Cfr. il par. 3, punto 4, della Relazione alla riforma del diritto societario del 2003, che precisamente afferma: "*perseguendo l'obiettivo politico di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale, ma con soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi, si è espressamente ammessa la possibilità che in tal caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi: così nell'ultimo comma dell'art. 2346*".

<sup>(242)</sup> E. SORCI, *Contributo alla ricostruzione della fattispecie strumento finanziario partecipativo (uno, nessuno o centomila?)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 403 ss., in part. a 412 nota come "*la riflessione concettuale sull'istituto degli strumenti finanziari partecipativi nasca e si sviluppi intorno al tema dei 'conferimenti atipici'*".

<sup>(243)</sup> Per altro verso, occorre dar conto del fatto che la possibilità per il legislatore delegato di introdurre gli SFP dipende dall'art. 4, co. VI, lett. c), della legge delega, 3 ottobre 2001, n. 366, laddove ha imposto di "*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 finalità di "*agevolare il ricorso al mercato dei capitali?*", chiaramente, si pone in contrasto con la previsione di un apporto sotto forma di opere o servizi e, quindi, in quest'ottica l'argomento indicato nel testo perderebbe di ogni valenza. Tuttavia, si deve prendere atto che il legislatore delegato sembra aver voluto dare attuazione, con gli SFP, anche alla direttiva contenuta nell'art. 4, co. V, lett. a), della legge delega, consistente nel "*dettare una disciplina dei conferimenti tale da consentire l'acquisizione di*

D'altra parte, gli argomenti portati a sostegno della compatibilità tra obbligo di rimborso e diritti di natura corporativa non paiono pienamente soddisfacenti e risolutivi di ogni dubbio in proposito <sup>(244)</sup>.

In dottrina si è sostenuto che un elemento a favore di tale compatibilità - in particolare, con riferimento ai diritti amministrativi - sarebbe ravvisabile nell'art. 2352 cod. civ., il quale stabilisce che in caso di costituzione di un pegno su azioni, salvo diversa previsione pattizia, il diritto di voto spetti al creditore pignoratizio, quale misura apprestata dal legislatore per fornire al creditore stesso uno strumento di tutela "dinamica" del suo credito; da ciò è stata ravvisata una "*portata sistematica*" dell'art. 2352 cod. civ. <sup>(245)</sup>. Tuttavia, come già riconosciuto dallo stesso A. appena citato, una reale analogia tra un possibile *voting bond* e l'art. 2352 cod. civ. ricorrerebbe solo nel caso in cui il pegno fosse costituito dal socio, quale terzo datore di garanzia, sulla propria partecipazione nella società debitrice: solo in tale scenario, infatti, il creditore si troverebbe a votare nell'assemblea della società da cui dovrà ottenere il pagamento del suo credito.

Invero, proprio il fatto che questa analogia non dipenda dalla fattispecie normativa in sé considerata, bensì dalla concomitante ricorrenza di alcune circostanze di fatto non previste dall'art. 2352 cod. civ., sembra ridimensionare la valenza "sistematica" del riferimento. D'altra parte, anche la giurisprudenza ha avuto modo di affermare che il riconoscimento normativo della

---

*ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'impresa sociale*". In proposito, peraltro, è stata prospettata la possibile incostituzionalità dell'art. 2346, co. VI, cod. civ. per eccesso di delega, posto che l'introduzione di "*strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi*" sarebbe dovuta avvenire al fine di "*agevolare il ricorso al mercato dei capitali*" e non per consentire gli apporti di opere o servizi. Cfr. in proposito G.B. PORTALE, *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 706; si veda anche l'opinione di M. Miola, V. Cariello e M.S. Spolidoro in AA. VV., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in diritto commerciale interno e internazionale dell'Università Cattolica di Milano*, in *Riv. soc.*, 2002, 1466. Ad ogni buon conto, sembrano dirimenti le circostanze per cui (i) la fattispecie che ha trovato spazio nell'ordinamento menziona espressamente, con riferimento all'apporto, il fatto che lo stesso possa avvenire sotto forma di opere o servizi e (ii) l'intenzione del legislatore delegato, per quanto possa essere disallineata da quella del delegante, ha trovato chiara manifestazione nella menzionata relazione illustrativa. E' di queste circostanze, pertanto, che occorrerà tener debitamente conto.

<sup>(244)</sup> Si noti, peraltro, che gli argomenti di cui si dirà nel testo sono stati portati a sostegno della "*non-incompatibilità*" tra obbligo di rimborso e diritto di voto (A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, cit. (supra, nt. 51), 138), la quale è stata ipotizzata con riferimento a "*strumenti finanziari innominati con obbligo di rimborso e diritto al voto, ancorché non qualificabili come obbligazioni*"; ciò in ragione della conferma del principio per cui le obbligazioni presentano "*due caratteristiche essenziali, parimenti importanti: l'obbligo di rimborso del capitale a scadenza e l'assenza di diritti amministrativi (e segnatamente del diritto di voto*" (ivi, a p. 126).

<sup>(245)</sup> A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, cit. (supra, nt. 51), 143-145.

liceità della scissione tra diritti amministrativi e la titolarità dei “rischi” connessi alla partecipazione sociale in situazioni quali il pegno, l’usufrutto e il sequestro giudiziario di azioni (o anche nell’ipotesi del riporto *ex art. 1550 cod. civ.*) non è affatto d’ostacolo alla “ricostruibilità di un principio generale di correlazione potere/rischio”, in quanto si tratta di fattispecie limitate ed eccezionali<sup>(246)</sup>.

Inoltre, nel caso del creditore pignoratizio il diritto di voto di cui si discute è pur sempre quello spettante all’azionista<sup>(247)</sup>, sicché, dal punto di vista della società, sembra che in realtà nulla cambi, perché questa non si trova ad interfacciarsi (quantomeno formalmente) con un nuovo interlocutore. In aggiunta, l’attribuzione del diritto di voto ad un soggetto diverso dal socio sarebbe sempre e comunque solo temporanea e, comunque, il creditore non sarebbe titolato ad esercitare del tutto liberamente il diritto di voto, ponendosi chiaramente la necessità di contemperare i propri interessi con quelli del socio datore di pegno, pena la sua responsabilità per danno ingiusto.

Di conseguenza, anche questo argomento non parrebbe sufficiente a dimostrare una “strutturale” compatibilità tra diritti propriamente sociali e posizione creditoria.

Le conclusioni raggiunte non possono che essere espone al modo condizionale, stante la notevole incertezza del dato normativo e l’autorevolezza delle diverse opinioni sopra ricordate. Tuttavia, il principale vantaggio della ricostruzione sistematica qui proposta è quello di “semplificare” il quadro normativo, ancorando criteri distintivi fondamentali a parametri meno incerti della qualificazione di “partecipatività” di un diritto. Peraltro, tali criteri consentono anche di evitare del tutto sovrapposizioni tra le fattispecie di SFP e strumenti para-obbligazionari, scongiurando la necessità di interpretazioni “ortopediche” del dato legislativo<sup>(248)</sup>.

---

<sup>(246)</sup> Cfr. Trib. Milano, 30 dicembre 2011, Pres. Est. E. Riva Crugnola, *cit. (supra, nt. 214)*, a p. 738, dove la sentenza argomenta la conclusione indicata nel testo rilevando che le ipotesi di pegno, usufrutto, sequestro e riporto su azioni “rappresentano, più limitatamente, casi nei quali l’ordinamento consente l’esercizio dei poteri amministrativi a soggetto non destinato a subire direttamente i risultati dell’attività sociale, e ciò in considerazione di uno specifico interesse del titolare del diritto di voto (il creditore pignoratizio, l’usufruttuario, il custode giudiziario) ritenuto in via tipica meritevole di tutela”.

<sup>(247)</sup> Benché in proposito si richiami la tesi per cui il creditore pignoratizio sarebbe “a tutti gli effetti titolare del diritto di voto, e non già mero legittimato all’esercizio dello stesso”: così A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale, cit. (supra, nt. 51)*, 144, in part. alla nt. 33, rifacendosi a S. POLI, *Il pegno di azioni*, Milano, 2000, 164 ss.

<sup>(248)</sup> Della necessità di un intervento “correttivo” nell’interpretazione dell’art. 2411, co. III, cod. civ. parla espressamente M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, cit. (supra, nt. 142)*, 15. Anche A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale, cit. (supra, nt. 51)*, 82, concorda

E' pur vero che questa lettura comporta una restrizione dell'autonomia privata in merito alle possibili combinazioni tra "struttura economica" dei titoli emettibili da una società per azioni e compendio di diritti amministrativi e patrimoniali attribuibili, rispetto a quanto sarebbe concesso da una concezione che aderisca alla tesi della "neutralità causale". Tuttavia, come si è detto, non sembrano esservi sufficienti elementi per poter affermare con piena sicurezza che il legislatore, ad oggi, abbia inteso consentire all'autonomia privata di estendersi al punto tale da superare del tutto il principio di una (minima) correlazione tra rischio e potere. A fronte della rilevanza della questione, appare più "confortante" ritenere che dovrebbe essere proprio il superamento di tale principio a trovare supporto in un dato normativo e, quindi, che ciò dovrebbe prevalere sulla preoccupazione opposta di stabilire così una limitazione all'autonomia privata "*priva di alcuna causa giustificatrice*"<sup>(249)</sup>.

Inoltre, anche il fatto stesso che la ricostruzione qui abbozzata eviti in radice alcuni problemi interpretativi di particolare gravità, tanto che si propone di risolversi tramite interpretazioni "correttive", come appena ricordato, sembra essere una ragione sufficiente per quantomeno prenderla in considerazione<sup>(250)</sup>.

Ciò posto, occorre considerare se la lettura proposta possa restare valida anche a seguito della previsione della figura delle "obbligazioni partecipanti" ai sensi dell'art. 32 (commi XIX e XI) del decreto legge n. 83/2012. Come noto, infatti, con il c.d. Decreto Sviluppo (o anche "Decreto per la crescita") è stata introdotta una disciplina concernente le obbligazioni e "i titoli simili", emessi da società non quotate (e non emittenti strumenti finanziari rappresentativi di capitale in sistemi multilaterali di negoziazione), diverse dalle banche e dalle micro-imprese<sup>(251)</sup>, che ammette che essi possano prevedere "*clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione*". I successivi commi dal XX al XV dettano, anzitutto, una definizione delle menzionate clausole "di partecipazione" e "di subordinazione", nonché alcuni ulteriori elementi di disciplina. Complessivamente, è possibile individuare le seguenti categorie di titoli rilevanti ai fini della

---

espressamente con Cian in merito alla necessità di una "*applicazione «selettiva e funzionale» delle disposizioni in materia di obbligazioni?*".

<sup>(249)</sup> Cfr. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, cit. (supra, nt. 142), 11.

<sup>(250)</sup> Ciò almeno in ossequio al principio per cui, a parità di fattori, la spiegazione più semplice è da preferire (principio come noto attribuito a Guglielmo di Occam).

<sup>(251)</sup> La disposizione, con riferimento alle microimprese, richiama espressamente la relativa definizione contenuta nella raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003 (il cui allegato, al Titolo I, art. 2, co. III, stabilisce che "*si definisce microimpresa un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di Euro*").

normativa *de qua*: (i) titoli “subordinati”; (ii) titoli “partecipanti”; (iii) titoli “subordinati e partecipanti”; (iv) titoli “subordinati e partecipanti”, in associazione ai quali sia previsto anche il “vincolo a non ridurre il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull’utile dell’esercizio”<sup>(252)</sup>.

Per quanto riguarda le obbligazioni “subordinate” ai sensi del Decreto Sviluppo, il co. XX dell’art. 32 chiarisce che si tratta di titoli postergati “ai diritti degli altri creditori della società”, che “rientrano tra le emissioni obbligazionarie”. In particolare, è stato rilevato che il riferimento alla postergazione ai diritti “degli” altri creditori - e non ai diritti “di” altri creditori, come nell’art. 2411, co. I, cod. civ. - dovrebbe far ritenere che la clausola di subordinazione sarebbe qui sempre “assoluta”<sup>(253)</sup>. A parte ciò, nella previsione non sono stati ravvisati elementi di novità, tanto che la definizione della “clausola di subordinazione” di cui al comma XX viene richiamata a specificazione dell’art. 2411, co. I, cod. civ.<sup>(254)</sup>.

Di maggiore interesse ai presenti fini è, invece, la categoria dei titoli con “clausola di partecipazione”, nei quali è stata individuata una tipologia di “finanziamenti strutturati per consentire a chi li eroga di concorrere alla partecipazione dei risultati economici dell’esercizio tenuto conto dei complessivi risultati economici dell’impresa finanziata”<sup>(255)</sup>. In un primo commento alla norma, esposto quando il Decreto Sviluppo era ancora in attesa di conversione, si notava che con ciò sarebbe stata introdotta una “nuova fattispecie” di obbligazioni, “diversa ed ulteriore rispetto a quella già disciplinata dall’art. 2411, comma 2, c.c.” e caratterizzata dalla partecipazione diretta all’utile dell’impresa emittente<sup>(256)</sup>.

Accedendo a questa lettura, chiaramente, si dovrebbe rimettere in discussione il principio, più volte menzionato, dell’incompatibilità tra diritti “sociali” - quale è il diritto all’utile - e tipo obbligazionario. Lo stesso Autore del primo commento sopra ricordato, infatti, ha

---

<sup>(252)</sup> V. per questa classificazione P. CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, 2014, 183 ss., in part. a p. 186.

<sup>(253)</sup> A. DENTAMARO, “*Obbligazioni*” societarie ex art. 32, legge n. 134/2012 e crisi d’impresa, in *RDS*, 2013, 562 ss., in part. a p. 570.

<sup>(254)</sup> E. GINEVRA, *Le obbligazioni*, in M. Cian (a cura di), *Diritto commerciale*, Torino, 2014, v. II, 336 ss., in part. alla nt. 5 a p. 338.

<sup>(255)</sup> Così A. DENTAMARO, “*Obbligazioni*” societarie ex art. 32, legge n. 134/2012 e crisi d’impresa, *cit.* (*supra*, nt. 253), 577.

<sup>(256)</sup> Così A. GIANNELLI, *La disciplina in materia di obbligazioni emesse da società non quotate dopo il “Decreto per la crescita”*, notizia in *Riv. soc.*, 2012, 831 ss., in part. a p. 833.

successivamente osservato che si creerebbe, in questo modo, “quanto meno un’incrinatura nella coerenza del sistema”<sup>(257)</sup>.

A fronte di ciò, quindi, anche la tesi che si è sin qui cercato di delineare, che esclude la possibilità di un diritto al rimborso negli SFP e riserva a questi ultimi l’accesso ai diritti “corporativi”, ne risulterebbe quantomeno indebolita, visto che il legislatore del Decreto Sviluppo avrebbe invece consentito l’attribuzione di almeno uno di quei diritti propriamente “sociali” (ossia, il diritto alla “partecipazione all’utile”) anche a meri creditori (*i.e.* gli obbligazionisti).

Si noti, peraltro, che l’intervento del Decreto Sviluppo sulle obbligazioni partecipanti, se interpretato come appena detto, potrebbe mettere in dubbio anche il criterio identificativo degli SFP elaborato dai sostenitori della tesi della “neutralità causale”, perché non vi sarebbe più corrispondenza tra diritti “partecipativi” e SFP<sup>(258)</sup>. Inoltre, se si aderisse alla tesi della “neutralità causale” degli SFP, sembrerebbe oggi consentita l’emissione di due tipologie di strumenti finanziari - SFP, da una parte, e obbligazioni *ex art.* 32, co. XIX, decreto legge n. 83/2012, dall’altra - aventi il medesimo contenuto economico (essenzialmente, il diritto di rimborso) ed entrambi legittimanti la partecipazione diretta all’utile, ma sottoposti “a regole diverse, per non dire opposte” in materia di competenza per l’emissione<sup>(259)</sup>.

A ben vedere, infatti, se nella previsione delle obbligazioni “partecipanti” ai sensi del Decreto Sviluppo si ravvisasse effettivamente l’introduzione di una “nuova fattispecie”, caratterizzata dalla partecipazione “diretta” all’utile, la questione della competenza per l’emissione dei relativi titoli non avrebbe rilevanza solo a fini di coerenza sistematica, ma inciderebbe anche sulla disponibilità dei diritti sociali. Detto altrimenti, se si confermasse la possibilità di una partecipazione all’utile in senso stretto anche per le obbligazioni, le quali vengono emesse in virtù esclusivamente di una delibera degli amministratori, con ciò si ammetterebbe che l’organo amministrativo possa disporre del diritto all’utile dei soci, privando questi ultimi di tale diritti in misura proporzionale a quello che, in corrispondenza, verrebbe assegnato all’obbligazionista “partecipante”.

---

<sup>(257)</sup> A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, cit. (*supra*, nt. 51), 101.

<sup>(258)</sup> Ciò è stato evidenziato in modo particolare da P. CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit. (*supra*, nt. 252), 184, secondo il quale l’intervento normativo in parola “rischia, infatti, di avere effetti gravemente destabilizzanti su quello che pareva l’equilibrio ritrovato” (e il riferimento va alla tesi della “neutralità causale”) “laddove si propenda per ricostruire e riconoscere - come pure s’è autorevolmente fatto - per tale ‘nuova’ fattispecie un contenuto di ‘partecipatività’ del tutto simile a quello che caratterizza (oltre alle azioni) gli strumenti finanziari partecipativi”.

<sup>(259)</sup> A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, cit. (*supra*, nt. 51), 101.

A fronte di tale criticità, si è affermato che le norme del Decreto Sviluppo dovrebbero essere “*integrat[e] sul piano dell’interpretazione sistematica*”, al fine di prevedere il coinvolgimento dei soci nel processo decisionale che concerne l’emissione dei titoli in questione, in particolare attraverso un intervento autorizzativo dell’assemblea ordinaria *ex art. 2364, co. I, n. 5, cod. civ.* <sup>(260)</sup>.

Tuttavia, l’interpretazione appena descritta - a fronte di una “*formulazione legislativa tutt’altro che ineccepibile e a tratti contraddittoria*” <sup>(261)</sup> - non è l’unica possibile del dato normativo e, anzi, alcuni indici testuali sembrano deporre nel senso di ravvisare nelle obbligazioni “partecipanti”, in realtà, titoli la cui remunerazione sia *parametrata* all’utile sociale, ma non sia invece costituita dalla partecipazione diretta allo stesso. Invero, il co. XI dell’art. 32 del decreto legge n. 83/2012 identifica espressamente la funzione della “*clausola di partecipazione*” in quella di regolare “*la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario, commisurandolo al risultato economico dell’impresa emittente*”. Ed ancora, il medesimo comma prosegue stabilendo che la società emittente debba versare al finanziatore, con cadenza annuale ed entro trenta giorni all’approvazione del bilancio, una somma “*commisurata al risultato economico dell’esercizio*”. Di conseguenza, parrebbe agevole rilevare che la “partecipazione” potrebbe ben consistere in una mera “parametrazione”, così richiamando la già nota fattispecie di cui all’art. 2411, co. II, cod. civ. <sup>(262)</sup>.

Chi ha autorevolmente sostenuto la diversa opinione sopra esposta, invece, ha ritenuto che l’utilizzo del verbo “commisurare” sarebbe “*fuorviante*”, perché appunto potrebbe far pensare ad una mera indicizzazione della remunerazione, mentre si dovrebbe privilegiare una lettura testuale del riferimento a “*clausole di partecipazione agli utili*” (v. co. XIX dell’art. 32) <sup>(263)</sup>. L’argomento testuale con ogni probabilità non è dirimente né in un senso, né nell’altro, ma si può comunque osservare che, nell’economia del testo legislativo, il comma XXI (che fa riferimento alla “commisurazione”) sembra essere proprio quello destinato a fornire una definizione legislativa del contenuto delle “*clausole di partecipazione agli utili*”, le quali potrebbero essere così richiamate in altri commi (v. appunto il XIX) con una locuzione, per così dire, di sintesi. Peraltro, in questo senso depone anche la relazione illustrativa al successivo decreto legge n. 179/2012, che ha in parte modificato i commi qui in esame, la quale espressamente afferma che “*la clausola di*

---

<sup>(260)</sup> A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, cit. (*supra*, nt. 51), 101.

<sup>(261)</sup> A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, cit. (*supra*, nt. 51), 100.

<sup>(262)</sup> Propendono per questa lettura (se ben si comprende) A. BOMPANI - E. CATELANI, *Project bond & commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, Milano, 2012, 93.

<sup>(263)</sup> A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, cit. (*supra*, nt. 51), 103.

*partecipazione regola la parte del corrispettivo, si precisa che il parametro di riferimento è l'utile d'esercizio di cui alla voce 24 del conto economico*”, così confermando che la “partecipazione” sarebbe in realtà una “parametrazione”.

Inoltre, altri commentatori hanno evidenziato che lo “*spirito della norma*” (i.e. dell'art. 32, commi XIX-XV, del Decreto Sviluppo) “*parrebbe esplicitamente circoscritto ad uno di incentivazione e agevolazione essenzialmente fiscale*”<sup>(264)</sup>, sicché già solo per questo si dovrebbe escludere che in essa possa ravvisarsi l'introduzione di una “nuova fattispecie” normativa.

Vi sono, poi, altri due elementi che paiono confermare che le obbligazioni “partecipanti” sono in realtà “semplici” titoli di debito la cui remunerazione è indicizzata all'utile. In particolare, si consideri che l'art. 32, co. XIV, del decreto legge n. 83/2012 espressamente prevede che la remunerazione dei titoli in parola costituisce “*un costo*” per la società emittente e “*ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi, è computata in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza*”: si tratta, con ogni evidenza, di un trattamento contabile e fiscale pienamente coerente con titoli con remunerazione indicizzata (ex art. 2411, co. 2, cod. civ.)<sup>(265)</sup>. In secondo luogo, il silenzio delle norme del Decreto Sviluppo qui esaminate in punto di organo sociale competente all'emissione dei titoli fa ritenere che la relativa decisione spetti agli amministratori, come per ogni emissione obbligazionaria (non convertibile)<sup>(266)</sup>. Di conseguenza, appare più coerente con questa disciplina

---

<sup>(264)</sup> P. CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit. (supra, nt. 252), 187, il quale prosegue: “[s]embrerebbe, infatti, fuori da qualsiasi intenzione la volontà del legislatore di intervenire con tale estemporanea incursione a tipizzare, con portata civilistica generale, la fattispecie obbligazionaria. E peraltro un tale intervento, venendo a circoscrivere e a ridurre gli spazi di autonomia negoziale degli operatori, si porrebbe in evidente e diretta contrapposizione con lo spirito riformatore del 2003”.

<sup>(265)</sup> P. CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit. (supra, nt. 252), 194. A. DENTAMARO, “*Obbligazioni*” societarie ex art. 32, legge n. 134/2012 e crisi d'impresa, cit. (supra, nt. 253), 579, invece, afferma che sarebbe necessario distinguere tra le obbligazioni “partecipanti” (non subordinate) e quelle che P. Carrière definisce “partecipative rafforzate” (ossia quelle “partecipanti subordinate” a cui sia associato un vincolo di non riduzione del capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile dell'esercizio), posto che il comma XIV fa espresso riferimento solo alle “partecipative rafforzate”, dal che si dovrebbe desumere che “*la remunerazione variabile delle obbligazioni partecipative (non subordinate) [...] deriverebbe da un diretto prelievo agli utili di esercizio*”. A fronte di tale argomento, però, sembra di dover rilevare che, delle due, l'una: o la “partecipatività” ha contenuto diverso nelle obbligazioni partecipanti, da un lato, e nelle “partecipanti rafforzate”, dall'altro (essendo una partecipazione all'utile in senso stretto nel primo caso, una indicizzazione nel secondo caso), oppure si deve accettare che vengano trattate in modo diverso situazioni uguali, e ciò senza apparente giustificazione. Entrambe le ipotesi sembrano però da escludere: la prima, perché il comma XXI stabilisce un'unica definizione della “clausola di partecipazione”; la seconda, perché il diverso trattamento di situazioni uguali apparirebbe irragionevole.

<sup>(266)</sup> Cfr. espressamente A. GIANNELLI, *La disciplina in materia di obbligazioni emesse da società non quotate dopo il “Decreto per la crescita”*, cit. (supra, nt. 256), 834. Si esprime, invece, in termini dubitativi A. DENTAMARO, “*Obbligazioni*” societarie ex art. 32, legge n. 134/2012 e crisi d'impresa, cit. (supra, nt. 253), 580, prospettando alla

l'interpretazione per cui si ritenga di essere di fronte a “semplici” obbligazioni indicizzate, posto che diversamente si porrebbe la questione (alquanto problematica) di conciliare la competenza dell'organo amministrativo con la natura “corporativa” dei diritti di cui le obbligazioni “partecipanti” sarebbero munite <sup>(267)</sup>.

Anche a questo riguardo, perciò, sembra preferibile accedere alla soluzione interpretativa più “semplice” (ossia quella che esclude una portata “innovativa” dell'art. 32, commi XIX-XV del Decreto Sviluppo, se non sul piano fiscale) <sup>(268)</sup>, la quale consente peraltro di evitare la necessità di interventi di interpretazione “correttiva” del dato normativo <sup>(269)</sup>.

In questa prospettiva, quindi, anche l'introduzione della figura delle obbligazioni “partecipanti” non sembra intaccare la validità della tesi sopra tratteggiata per l'identificazione dei contenuti della fattispecie degli SFP, se non altro perché il Decreto Sviluppo non ha apportato modifiche normative idonee ad incidere sulla struttura finanziaria “civilistica” delle società di capitali.

Inoltre, per completare il quadro di riferimento, si può notare che anche nelle ipotesi “speciali” in cui il legislatore ha previsto l'utilizzo dell'istituto degli SFP - ossia gli SFP emessi ai sensi dell'art. 1, co. 381, legge 23 dicembre 2005, n. 266 al fine di “favorire i processi di privatizzazione” di società pubbliche, o quelli emessi *ex art.* 2449 cod. civ. per “sostituire” le inammissibili *golden shares* <sup>(270)</sup> - non si rinvergono elementi che smentiscano la ricostruzione proposta. In tali ipotesi, infatti, non solo non è contemplata la possibilità di un diritto di credito in capo allo strumentista, ma anzi sembra vero proprio il contrario, perché gli SFP sono previsti espressamente come strumenti “sostitutivi” delle partecipazioni azionarie.

In questo senso sembra deporre, in particolare, il citato art. 1, co. 381, legge 23 dicembre 2005, n. 266, laddove espressamente prevede che, in alternativa all'emissione di SFP, la società pubblica può creare categorie speciali di azioni “*anche a seguito di conversione di parte delle azioni esistenti*”. Poiché gli SFP e le azioni speciali sembrano essere considerati come mezzi “equivalenti” rispetto

---

nt. 59, ivi, che “[p]uò solo esprimersi la sensazione che competente all'emissione di questi titoli sia l'assemblea ordinaria”, alla stregua (se ben si comprende) di quanto dovrebbe dirsi con riferimento agli SFP.

<sup>(267)</sup> Tant'è vero che, come già indicato nel testo, A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, cit. (*supra*, nt. 51), 101, propone una “integrazione” del dato normativo tramite una sua “interpretazione sistematica”.

<sup>(268)</sup> Così conclude P. CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit. (*supra*, nt. 252), 196.

<sup>(269)</sup> V. la nota n. 267 *supra*.

<sup>(270)</sup> Cfr., per cenni sull'argomento, il par. 1 dell'introduzione, *supra*.

ai fini della norma, se ne potrebbe allora desumere che anche gli SFP siano stati qui richiamati dal legislatore in quanto strumenti “di capitale di rischio” (proprio perché alternativi alle categorie di azioni).

Lo stesso è a dirsi con riferimento all’art. 2449 cod. civ., in cui gli SFP non sono un mezzo di finanziamento dell’impresa, bensì lo schema giuridico di “diritto comune” entro il quale canalizzare le prerogative di controllo di soci pubblici, proprio in alternativa alle *golden shares*, reputate inammissibili rispetto all’ordinamento comunitario <sup>(271)</sup>.

Per altro verso, le conclusioni sin qui raggiunte sembrano trovare conferma anche nell’intervento del legislatore del Decreto Sviluppo *Bis* <sup>(272)</sup>, che di fatto ha esteso la possibilità di emettere SFP anche alle s.r.l. qualificabili come “*start-up* innovative” o “incubatori certificati” (facoltà oggi estesa dal c.d. Decreto *Investment Compact* <sup>(273)</sup> anche alle società ricomprese nella nuova categoria delle “PMI innovative”). In tal sede, come già osservato, il legislatore ha sostanzialmente esteso alle s.r.l. “innovative” “*schemi tipici delle società per azioni?*” <sup>(274)</sup>, ma ciò con l’obiettivo fondamentale - reso palese nella relazione illustrativa al D.L. 179/2012 - di “*consentire la diffusione di pratiche di work-for-equity attraverso l’assegnazione di strumenti partecipativi?*” <sup>(275)</sup>.

Ebbene, pare piuttosto evidente che se la *ratio* dell’intervento normativo, dichiarata dallo stesso legislatore, è stata quella di agevolare forme di partecipazione all’*equity* dei lavoratori senza incidere sulla compagine dei soci, oltretutto in società che, in quanto *start-up*, si trovano in situazioni di debolezza finanziaria, è da escludere che gli SFP assegnati ai lavoratori a questi fini possano contemplare un diritto al rimborso dell’apporto (anche perché l’apporto dovrebbe avere verosimilmente forma di opere o servizi).

---

<sup>(271)</sup> V. ancora il par. 1 dell’introduzione, *supra*.

<sup>(272)</sup> Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni in legge 17 dicembre 2012, n. 221.

<sup>(273)</sup> Decreto Legge 25 gennaio 2015, n. 3, convertito, con modificazioni, in legge 24 marzo 2015, n. 33.

<sup>(274)</sup> Così E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all’evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, cit. (*supra*, nt. 17), 72.

<sup>(275)</sup> Si legga la relazione illustrativa al D.L. 179/2012, ad esempio, in [www.ilsole24ore.com/pdf/2010/SoleOnLine5/\\_Oggetti\\_Correlati/Documenti/Norme%20e%20Tributi/2012/10/relazione-illustrativa-misure-urgenti.pdf](http://www.ilsole24ore.com/pdf/2010/SoleOnLine5/_Oggetti_Correlati/Documenti/Norme%20e%20Tributi/2012/10/relazione-illustrativa-misure-urgenti.pdf); il passo citato nel testo è a p. 69.

Ciò che è rilevante ai fini del presente discorso, quindi, è che il legislatore ha, ancora una volta, fatto ricorso all'istituto degli SFP in un contesto "speciale", riferendosi ad un loro utilizzo come strumenti privi del diritto al rimborso dell'apporto <sup>(276)</sup>.

In ogni caso, si noti che anche nelle disposizioni in materia di "start-up innovative" non paiono esservi previsioni idonee a mettere in dubbio la validità di una ricostruzione della "fattispecie SFP" come incompatibile con il diritto di restituzione dell'apporto. Inoltre, proprio le novità introdotte da questi ultimi interventi normativi hanno notevolmente avvicinato la struttura finanziaria delle s.r.l. (che siano "start-up innovative", "incubatori certificati" o "PMI innovative") a quella delle s.p.a., essendo per esse possibile, ad esempio, introdurre categorie speciali di quote, in aggiunta alla possibilità codicistica dell'emissione di titoli di debito *ex art.* 2483 cod. civ. Di conseguenza, se la struttura finanziaria di queste s.r.l. è divenuta equiparabile a quella delle s.p.a., non sembra esservi ragione per discostarsi dalle conclusioni a cui si è giunti con riferimento a quest'ultimo "tipo" di società <sup>(277)</sup>.

Infine, anticipando brevemente quanto sarà oggetto di una più approfondita analisi nel capitolo 3, si deve osservare che anche nella prassi applicativa degli SFP si rileva un preminente interesse degli operatori a strutturare operazioni in cui l'apporto degli strumentisti, spesso liberato tramite compensazione di crediti vantati nei confronti dell'emittente, è effettuato "a fondo perduto", senza cioè che sia previsto alcun diritto di rimborso.

Tale circostanza, in verità, potrebbe essere conseguenza del fatto che l'utilizzo degli SFP è stato ad oggi più frequente nel contesto di operazioni di ristrutturazione del debito, specialmente sotto forma di accordi *ex artt.* 67, co. III, lett. d), oppure 182-bis l. fall., ossia in situazioni nelle quali è intuitivo che sarebbe stato difficile prevedere un ulteriore indebitamento dell'emittente.

---

<sup>(276)</sup> E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, cit. (*supra*, nt. 17), osserva infatti che "il profilo da privilegiare nella ricostruzione della fattispecie dovrebbe essere quello patrimoniale"; l'A. citata, peraltro, rileva che sarebbe "necessario interrogarsi sull'ammissibilità di strumenti finanziari con causa di debito", anche in considerazione di coordinare tale figura (se ammessa) con i titoli di debito *ex art.* 2483 cod. civ.

<sup>(277)</sup> Tant'è vero che anche chi, ammettendo la possibilità dell'emissione di SFP "di debito", si è occupato di ricercare un nuovo punto di "equilibrio" tra "rischio" e "potere" nelle società capitalistiche, è giunto alla conclusione che anche con riferimento alla s.r.l. "l'ordinamento possa tollerare la dissociazione fra «rischio» e «potere», ma solo e soltanto negli stessi circoscritti limiti in cui esso la ammette nella società per azioni" (così E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato. Fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, cit. (*supra*, nt. 38), 172).

Tuttavia, anche l'esame dei regolamenti disciplinanti le emissioni avvenute al di fuori di situazioni, per così dire, "pre-fallimentari" testimonia il fatto che solitamente non è previsto un diritto dello strumentista al rimborso dell'apporto <sup>(278)</sup>.

Di conseguenza, anche la prassi sembra confermare l'utilità di una definizione degli SFP come strumenti "di patrimonio netto".

---

<sup>(278)</sup> Si vedano, ad esempio, i regolamenti delle quattro emissioni di SFP di Euromilano S.p.A., che all'art. 2.3 recita: "[t]rattandosi di titoli aventi natura partecipativa, l'Apporto effettuato dal relativo sottoscrittore per la liberazione [degli SFP] viene contabilizzato in una apposita riserva disponibile di patrimonio netto [...]. La titolarità [degli SFP] non attribuisce alcun diritto di restituzione e/o rimborso dell'Apporto, né di quanto confluente nella predetta riserva, se non in caso di scioglimento della Società". Parimenti, il diritto di rimborso dell'apporto è escluso anche dall'art. 9 dello Statuto di Azimut Holding S.p.A., con riferimento ad un'emissione di SFP riservata ai promotori finanziari, dipendenti e *managers* delle società del Gruppo (ma avvenuta *ex art.* 2346, co. VI, cod. civ. e non *ex art.* 2349 co. II, cod. civ.).



### CAPITOLO 3

## I DIRITTI ATTRIBUIBILI AGLI SFP (DECLINAZIONI APPLICATIVE DELL'ISTITUTO)

#### 1.- Premessa metodologica.

Si è già più volte sottolineato come il legislatore, introducendo la figura degli SFP, abbia rimesso all'autonomia privata la possibilità - e la "responsabilità", per così dire - di declinarne concretamente i contenuti, tanto sotto il profilo economico (*i.e.* per quanto concerne i possibili diritti patrimoniali, l'esposizione dell'apporto alle perdite in cui incorra la società, etc.), quanto sotto il profilo delle prerogative di natura amministrativa.

A fronte della lacunosità del dato normativo concernente gli SFP, le riflessioni svolte in dottrina si sono mosse in varie direzioni, con la conseguenza che anche alcuni dei commentatori più autorevoli hanno espresso opinioni diverse e, in certi casi, tra loro apertamente contrastanti <sup>(279)</sup>. Tale incertezza, invero, non caratterizza solo la ricostruzione della stessa *fattispecie* degli SFP, ma anche la loro *disciplina*, intendendo con ciò la regolamentazione dei singoli elementi della *fattispecie*, ossia delle specifiche questioni attinenti a quali siano i diritti patrimoniali, amministrativi (o c.d. misti) effettivamente attribuibili agli SFP e a quali siano le relative modalità di esercizio.

A mero titolo d'esempio, si consideri il tema di quale sia la sede "propria" per l'esercizio dell'eventuale diritto di voto su argomenti specificamente individuati che fosse attribuito agli SFP ai sensi dell'art. 2351, ult. co., cod. civ. Come si dirà più ampiamente *infra*, si tratta di un quesito a cui si potrebbe forse rispondere con soluzione basata sulla "piana" applicazione del dato normativo, poiché l'art. 2346, ult. co., cod. civ., esclude che gli SFP possano essere dotati del diritto di voto nell'"assemblea generale", sicché da ciò si potrebbe trarre la conclusione che il

---

<sup>(279)</sup> Sul punto si veda il cap. 2 *supra*.

voto su argomenti specificamente indicati dovrebbe essere esercitato necessariamente in un'assemblea speciale dei portatori di SFP. Tuttavia, vi sono una serie di ragioni, meritevoli di attenta considerazione, per le quali tale soluzione non è affatto scontata, tanto che vari commentatori sono giunti alla conclusione opposta.

Se si considera che tale questione è una delle poche rispetto alle quali, quantomeno, vi è un dato normativo positivo, espressamente dettato con riferimento agli SFP, è agevole intuire il margine di incertezza che vi può essere su altri aspetti della loro disciplina.

A fronte di un simile contesto da più parti, in dottrina, si è auspicato che nella pratica professionale si formasse una prassi applicativa uniforme, suscettibile di consolidamento secondo schemi ricorrenti, tale da “*facilitare la valutazione della sostanza economica e finanziaria dell'operazione*” e con il vantaggio di “*ridurre i costi di transazione, che le parti sarebbero viceversa tenute a sopportare per elaborare [s'intende, ogni volta] una disciplina sufficientemente completa (autosufficiente) quanto al contenuto di tali strumenti finanziari?*”<sup>(280)</sup>.

E' quindi in quest'ottica che, in questa sede, ci si propone di verificare come si sia sviluppata ad oggi la prassi applicativa degli SFP e se in essa siano identificabili, o meno, schemi sufficientemente ricorrenti.

Peraltro, in assenza di precedenti giurisprudenziali (almeno per quanto risulta) in argomento<sup>(281)</sup>, occorre osservare che l'analisi dei termini applicativi degli SFP, esplicitati negli statuti delle società emittenti e negli annessi regolamenti di emissione, può giovare anche ai fini della “ricostruzione” della disciplina in parola, nel senso che, a fronte di certe soluzioni a cui si possa pervenire in via interpretativa, dall'osservazione della prassi si potrebbe trarre ulteriore conforto della loro correttezza, oppure potrebbero sorgere spunti per rimediarle. Non si può che condividere, quindi, l'opinione di chi ha ritenuto, seppure esprimendosi su un tema diverso, che “*quanto meno per alcuni aspetti, una ricerca empirico-quantitativa possa fornire elementi utili per valutare gli effetti di una riforma (o più semplicemente di una disciplina giuridica) e per contribuire così ad un suo 'bilancio*”<sup>(282)</sup>.

---

<sup>(280)</sup> Così M. MIOLA, *I conferimenti in natura, cit. (supra, nt. 143)*, 275.

<sup>(281)</sup> Fatta eccezione per la già citata ordinanza Trib. Milano, sez. Impresa B, 5 ottobre 2015, G. dott.ssa A. Dal Moro, inedita, la quale però non è entrata nel merito dei temi qui trattati, se non laddove ha dato per presupposta l'ammissibilità (del resto incontestata) della previsione di convertibilità degli SFP in azioni.

<sup>(282)</sup> Così M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, 248.

Proprio tale “bilancio” dell’istituto degli SFP, quindi, è quanto si cercherà di operare in questa sede, con l’ausilio, come detto, del campione di statuti e regolamenti di SFP raccolti ed i cui termini essenziali, nell’ottica che qui rileva, sono riportati negli schemi contenuti nell’Appendice acclusa al presente lavoro.

D’altra parte, è bene anche ricordare l’insegnamento per cui “[u]na conoscenza della nostra presente realtà è condizione imprescindibile per gli studi giuridici, se questi devono attenere ai problemi sollevati dalle relazioni tra gli uomini e non a dispute, seppure acute e sottili, su ipotesi prive di riscontro”<sup>(283)</sup>.

## **2.- Il campione esaminato di statuti e regolamenti di emissione di SFP.**

Ai fini dell’analisi empirica svolta in questa sede sono state esaminate ventitré emissioni di SFP, riguardanti le seguenti società (qui elencate secondo l’ordine cronologico in cui le rispettive assemblee hanno approvato l’emissione di SFP): Business Integration Partners S.p.A.; Castello SGR S.p.A.; Ferretti Holding S.p.A.; Maccorp Italiana S.p.A.; Seves Holding S.p.A.; Azimut Holding S.p.A.; Sesto Immobiliare S.p.A.; Dicembre 2007 S.p.A.; IDEA Fimit SGR S.p.A.; Intek Group S.p.A.; Tasnch Holding S.p.A.; Accadiesse S.p.A.; Mednav S.p.A.; Carlo Tassara S.p.A.; EEMS Italia S.p.A.; Lediberg S.p.A.; Conbipel S.p.A.; Hydro Energia Holding S.p.A.; Euromilano S.p.A.; Panini S.p.A.; Midco S.p.A.; Nuova Sorgenia Holding S.p.A.; Redecam Group S.p.A.

La formazione del campione è avvenuta in maniera casuale, essendo basata sulla raccolta - tramite la stampa, *Internet* o la pratica professionale - dell’informazione dell’avvenuta emissione; successivamente, tramite accesso al Registro delle Imprese (o, nel caso di una società quotata, tramite accesso al sito *Internet* della stessa emittente) si è ottenuta copia dello statuto vigente, del regolamento degli SFP e della delibera assembleare di approvazione delle modifiche statutarie funzionali all’emissione.

Poiché, ad oggi, non risulta possibile individuare l’esatto numero totale delle società per azioni italiane che abbiano fatto ricorso all’emissione di SFP (ossia, in terminologia propria della statistica, quanto sia estesa la “popolazione” di riferimento), non è neppure possibile capire quale sia il grado di rappresentatività del campione esaminato. Ad ogni modo, l’impressione di chi

---

<sup>(283)</sup> Così T. ASCARELLI, *Prefazione ai Saggi di diritto commerciale, cit. (supra, nt. 46)*, 2. L’A. prosegue osservando che “[l]’importanza di istituti e problemi non corrisponde invero spesso a quella ipotizzata o prevista dal legislatore e, ancor più, dalla dottrina”. Inoltre, “non pecca poi certo di originalità l’osservazione del frequente contrasto tra l’effettiva funzione di vari istituti disciplinati in tema di società commerciali e quella postulata dal legislatore”.

scrive è che il campione in questione sia sufficientemente ampio, copra fattispecie concrete tra loro abbastanza variegata e, soprattutto, abbastanza significative (anche per valori economici delle operazioni) perché sulla base del suo esame sia possibile formulare osservazioni utili ai presenti fini (se non addirittura “inferire” dal campione considerazioni valide per l’intera “popolazione” di riferimento).

In via generale si può osservare che, delle ventitré società interessate, una opera nel settore della consulenza aziendale, tre operano nel settore finanziario, nove sono attive in ambito industriale (immobiliare, dei trasporti, dell’energia o dei servizi e prodotti informatici), dieci sono società *holding*. Ciò sembra confermare, quindi, che lo strumento in questione, di per sé, può risultare d’interesse in modo trasversale per società operanti in diversi settori.

E’ inoltre interessante notare che la prima emissione di cui si ha notizia ha avuto luogo nel luglio 2008 e le altre, per la gran parte, sono state deliberate tra il 2009 ed il 2014, con la seguente serie storica: quattro nel 2009; tre nel 2010; una nel 2011; due nel 2012; tre nel 2013; sette nel 2014. Si aggiungono, poi, due emissioni nel 2015 <sup>(284)</sup>. Da ciò sembra, quindi, potersi trarre conferma di quanto già anticipato nell’introduzione del presente lavoro, ossia che nei primi anni dopo la riforma del diritto societario l’istituto degli SFP (almeno per quanto noto) non sembra aver trovato applicazioni pratiche. La serie storica, per altro verso, non è tale da consentire di affermare che, nel tempo, la familiarità degli operatori con lo strumento in questione - che dovrebbe essere direttamente proporzionale alla frequenza del suo utilizzo - sia aumentata. Di conseguenza, la spiegazione del mancato ricorso agli SFP nei primi anni successivi al 2003 fornita nell’introduzione, secondo la quale ciò potrebbe essere dovuto, almeno in parte, all’eccessiva incertezza che connotava l’istituto (insieme alla sua novità), non sembra trovare diretto riscontro nei dati disponibili e rimane oggetto di mera “intuizione” (per quanto, si ritiene, ragionevole).

### **3.- Le possibili funzioni degli SFP.**

Nel primo intervento normativo concernente (ancora in forma “embrionale”) gli SFP, ossia la legge delega per la riforma del diritto societario, l. 3 ottobre 2001, n. 366, l’istituto qui in esame

---

<sup>(284)</sup> Si noti che alcune società hanno effettuato, nel tempo, più emissioni; ai fini della ricostruzione operata nel testo, meramente descrittiva, si è tenuto conto solo della prima emissione in ordine di tempo. Si veda, in proposito, l’Appendice.

pare fosse concepito con la funzione di “*agevolare il ricorso al mercato dei capitali*” da parte delle società per azioni (art. 4, co. VI, lett. c) della legge citata).

In realtà, la formulazione dell’art. 2346, co. VI, cod. civ. derivante dall’attuazione della citata legge delega lascia del tutto in ombra l’eventuale finalità di agevolazione del ricorso al mercato dei capitali, ma dall’altra parte estende l’ambito di utilizzo degli SFP al caso in cui la società emittente riceva apporti sotto forma di opere o servizi. Coerentemente, la relazione ministeriale al d.lgs. n. 6/2003 afferma che l’istituto è stato introdotto con il preciso scopo di “*ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell’attività sociale*” senza violare i vincoli posti dal diritto comunitario, che appunto vieta il conferimento di opere e servizi. In tal modo, il legislatore delegato ha richiamato (anche testualmente) non il principio della legge delega sopra citato (ossia quello posto dal menzionato art. 4, co. VI, lett. c), bensì il distinto principio, pure contenuto nel medesimo provvedimento, che imponeva al legislatore delegato di “*dettare una disciplina dei conferimenti tale da consentire l’acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell’impresa sociale, a condizione che sia garantita l’effettiva formazione del capitale sociale*” (art. 4, co. V, lett. a), l. 366/2001).

Di conseguenza, prendendo a riferimento la *voluntas legis* “dichiarata” nella relazione ministeriale, si dovrebbe concludere nel senso che la finalità preminente degli SFP, almeno nelle intenzioni del legislatore (delegato) stesso, sarebbe quella di consentire alle s.p.a. l’acquisizione di apporti in forma di opere e/o servizi. In quest’ottica, gli SFP sarebbero un “surrogato” delle “azioni d’industria”<sup>(285)</sup>.

Nello stesso senso potrebbe deporre anche l’introduzione degli strumenti finanziari partecipativi nel settore delle s.r.l. che si qualifichino come “*start-up innovative*”, “*incubatori certificati*” o “*PMI innovative*”, con il fine - anche qui espresso in una relazione ministeriale (quella al D.L. n. 179/2012) - di consentire la “*diffusione di pratiche di work-for-equity attraverso l’assegnazione di strumenti partecipativi*”.

Per altro verso, tuttavia, è dirimente notare che l’ultimo comma dell’art. 2346 cod. civ. non rende affatto l’apporto di opere o servizi un presupposto indefettibile dell’emissione di SFP; al contrario, la formulazione della norma (“*apporto [...] anche di opera o servizi?*”) suggerisce che si tratta solo di una possibilità “aggiuntiva”. Ne deriva, quindi, che gli SFP potrebbero, concretamente,

---

<sup>(285)</sup> Sul punto, la Relazione ministeriale al d.lgs. n. 6/2003 conferma che “[l]a soluzione adottata è in effetti economicamente equivalente a quest’ultima [ossia alle azioni d’industria], ma ne supera gli specifici problemi tecnici ed appare perciò di maggiore praticabilità”. Sul tema delle azioni d’industria cfr. S. PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Milano, 1992, 165 s.s.

assolvere a obiettivi analoghi a quelli delle “azioni d’industria”, ma non si tratta di una finalità impressa nell’istituto in via assoluta dal legislatore <sup>(286)</sup>. Lo stesso si può dire rispetto all’art. 26 del D.L. n. 179/2012, posto che anche in tal sede si contempla la possibilità di emissione di SFP nelle particolari s.r.l. sopra menzionate a fronte dell’apporto “*anche*” di opera o servizi.

Di conseguenza, sulla base del dato normativo si può solamente concludere che il legislatore ha inteso realizzare un’ampia finalità di agevolazione delle s.p.a. nel reperimento di risorse utili allo svolgimento dell’attività di impresa <sup>(287)</sup>, ciò tramite la “messa a disposizione” dei privati di un ulteriore strumento giuridico in cui “veicolare” i contenuti di accordi a ciò rivolti e connotati da ampi margini di flessibilità negoziale.

Secondo alcuni commentatori, poiché tale “flessibilità” si accompagna - come altra faccia di una stessa medaglia, si potrebbe forse dire - ad una palese “lacunosità” della disciplina normativa dell’istituto, vi sarebbe da dubitare che gli SFP possano effettivamente essere destinati ai “mercati dei capitali” (come invece indicava l’ art. 4, co. VI, lett. c) della l. n. 366/2001), posto che si tratterebbe invece di una “*tecnica di investimento [...] destinata piuttosto all’attuazione di operazioni con specifici investitori, ovvero prestatori d’opera e di servizi, nel contesto di trattative individuali*” <sup>(288)</sup>. Tale opinione, invero, pare condivisibile per quanto concerne il caso di SFP emessi a fronte dell’apporto di opere o servizi; per altro verso non si può però escludere che gli SFP, sebbene si prestino effettivamente a dare veste ad operazioni “individuali”, possano anche essere oggetto di emissioni destinate al pubblico indistinto.

Altri Autori hanno sottolineato che gli SFP costituiscono uno degli strumenti tramite i quali il legislatore della riforma del diritto societario ha inteso dotare la società per azioni di una “*struttura finanziaria efficiente e concorrenziale rispetto a quell[a] offert[a] da altri ordinamento europei o extra-europei?*”

---

<sup>(286)</sup> In questo senso si esprimono anche M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 74, i quali osservano: “[s]eppure la Relazione lasci intendere che l’intenzione del legislatore fosse rivolta in special modo alle prestazioni d’opera, di servizi ed altri ‘apporti’ non conferibili, non si vedono comunque ragioni per limitare tale categoria entro siffatti limiti?”.

<sup>(287)</sup> A. MAFFEI ALBERTI, *Considerazioni introduttive* al tema del “Finanziamento dell’impresa societaria”, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 245, ravvisa negli SFP proprio un mezzo utilizzato dal legislatore della riforma per “*ampliare le possibilità di finanziamento della società*”.

<sup>(288)</sup> Così F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, *cit.* (*supra*, nt. 157), 101, la quale così prosegue: “[d]a quest’angolo visuale li strumenti finanziari partecipativi sembrano rispondere ad una scelta ben precisa operata dal legislatore della riforma, anche per ragioni, se vogliamo, di geometria del sistema: quella di dotare la società per azioni di un ulteriore mezzo di raccolta di capitale, al di fuori del contesto delle operazioni di massa, a servizio delle quali verranno utilizzati gli strumenti azionari ed obbligazionari?”.

(<sup>289</sup>). In tal modo, gli SFP concorrerebbero a facilitare “l’affermarsi di fenomeni quali il *venture capital ed il private equity*” e comunque a promuovere il “*superamento dei vincoli finanziari alla crescita della piccola e media impresa*” (<sup>290</sup>).

Si è affermato, in proposito, che “*l’elenco delle possibili, diverse funzioni economiche che l’emissione degli strumenti finanziari ex art. 2346 può assumere, è impressionante per l’eterogeneità*”, citando tra l’altro, oltre alla remunerazione di apporti di opere o servizi e la realizzazione di operazioni di *private equity*, anche il “*coinvolgimento nella gestione imprenditoriale di partner commerciali privilegiati*” (<sup>291</sup>).

Fermo quanto precede, si deve però prendere atto che nella prassi applicativa degli ultimi anni, senz’altro complice la crisi finanziaria e di liquidità verificatasi a partire dal 2008, gli SFP sono stati spesso utilizzati non tanto per agevolare la crescita delle imprese, quanto piuttosto nel contesto di operazioni di ristrutturazione dell’indebitamento, sia realizzate in forma puramente negoziale con i principali creditori, sia avvalendosi degli schemi di soluzione concordata della crisi d’impresa offerti dalla legge fallimentare, ossia quelli del piano attestato di risanamento *ex art. 67, co. 3, lett. d), l. fall.*, dell’accordo di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis l. fall.* o del concordato preventivo *ex art. 161 l. fall.* (<sup>292</sup>).

Nell’ambito del campione esaminato (cfr. Appendice), su ventitré emissioni considerate ben quindici (cioè il 65%) sono avvenute nel contesto di una ristrutturazione dell’indebitamento (<sup>293</sup>).

E’ agevole intuire che, in tale contesto, gli interlocutori della società in difficoltà finanziaria sono i suoi principali creditori, solitamente istituti bancari, i quali, da creditori, divengono portatori di SFP, spesso liberati mediante la compensazione tra i propri crediti pregressi (in tutto o in parte) e il debito sorto a seguito della sottoscrizione dei medesimi SFP. Secondo un commentatore,

---

(<sup>289</sup>) U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, cit. (*supra*, nt. 6), 1084.

(<sup>290</sup>) Così ancora U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, cit. (*supra*, nt. 6), 1086-1087.

(<sup>291</sup>) M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art. 2346*, cit. (nt. 7 *supra*), 224.

(<sup>292</sup>) Lo notano anche A. BUSANI - M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, cit. (*supra*, nt. 8), 926, A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, cit. (*supra*, nt. 8), 419 e A. ACCORNERO - C. ROBBIANO, *Strategie societarie per la ristrutturazione del debito bancario*, in *Società*, 2011, 916.

(<sup>293</sup>) La percentuale potrebbe essere anche maggiore, perché in tre casi sui ventitré considerati non è chiaro se l’emissione di SFP sia stata funzionale ad un’operazione di risanamento o meno.

addirittura, quella di “*offrire alle banche non la conversione dei crediti in capitale bensì in strumenti finanziari partecipativi*” sarebbe una “*moda assai in voga*” <sup>(294)</sup>.

Spesso la società il cui indebitamento è oggetto di ristrutturazione è la stessa emittente, mentre talvolta si tratta della società che, all’esito dell’operazione di ristrutturazione stessa, viene ad essere controllata dall’emittente. In questi ultimi casi, infatti, la partecipazione nella società controllata viene a costituire, di fatto, oggetto di garanzia per i creditori divenuti portatori di SFP emessi dalla società controllante.

I vantaggi dell’utilizzo di SFP in simili situazioni risiedono nel fatto che, con l’estinzione (totale o parziale) di posizioni debitorie verso le banche divenute titolari di SFP, si ottiene la riduzione dell’indebitamento complessivo dell’emittente (o del gruppo) e si rafforza la situazione patrimoniale dell’emittente stesso <sup>(295)</sup>. Di converso, il creditore che rinuncia al diritto di rimborso del proprio precedente credito ottiene un trattamento privilegiato nella partecipazione ai risultati dell’attività (talvolta avendo titolo per percepire pressoché l’intero utile, sino al raggiungimento di certe soglie, sovente individuate *per relationem* rispetto all’ammontare dei crediti vantati ante sottoscrizione degli SFP) e riesce a monitorare direttamente la gestione sociale attraverso l’esercizio di prerogative amministrative.

In cinque casi (sui ventitré in questione), invece, le emissioni sono avvenute in situazioni “fisiologiche” dell’impresa. In particolare, in due casi le emissioni sono state effettuate al fine di consentire la partecipazioni al risultato dell’attività sociale di dipendenti e collaboratori (in un caso anche promotori finanziari) della società emittente o delle sue controllate <sup>(296)</sup>. In un ulteriore caso l’emissione è avvenuta a favore sia di amministratori e collaboratori della società, sia a favore dei soci <sup>(297)</sup>, mentre in due altri ancora è avvenuta a favore dei soli soci <sup>(298)</sup>. Nell’ultima di queste cinque emissioni pare che gli SFP abbiano avuto la funzione di agevolare una fusione tra due società di gestione del risparmio, consentendo che i soci di ciascuna delle due entità potessero continuare, anche dopo l’aggregazione tra le società di gestione, a percepire una remunerazione

---

<sup>(294)</sup> P. OLIVIERO, “Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi dell’impresa, in F. Bonelli (a cura di), *Crisi di imprese. Casi e materiali*, Milano, 2011, 104.

<sup>(295)</sup> Ciò vale, chiaramente, sul presupposto che gli SFP si atteggiino quali strumenti di (quasi-)equity. Sul tema v. anche E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1065 *ss.*, in part. a p. 1067.

<sup>(296)</sup> Si fa riferimento a Business Integration Partners S.p.A. e Azimut Holding S.p.A.

<sup>(297)</sup> Si fa riferimento a Castello SGR S.p.A.

<sup>(298)</sup> Ci si riferisce a Intek Group S.p.A. e First Atlantic RE SGR S.p.A.

che fosse parametrata alle commissioni di gestione maturate con riferimento ai fondi comuni d'investimento gestiti da ciascuna di esse prima dell'operazione <sup>(299)</sup>.

E' anche stato notato che “[a]ncorché l'uso degli SFP sia stato frequentemente favorito da operazioni di ristrutturazione non può escludersi a priori che la medesima tecnica possa essere adottata nel contesto di operazioni di acquisizione di maggioranza o, più frequentemente, di minoranza” <sup>(300)</sup>. L'osservazione è senz'altro condivisibile e, peraltro, va completata considerando che gli SFP potrebbero anche costituire una forma di monitoraggio di finanziamenti erogati in situazioni fisiologiche, posto che tramite gli SFP sarebbe possibile munire di “efficacia reale” alcuni *covenants* che normalmente sono previsti nei contratti di finanziamento stessi <sup>(301)</sup>. Si pensi al divieto di assunzione di ulteriore indebitamento al di sopra di certe soglie, senza previa autorizzazione del finanziatore: tale vincolo potrebbe essere tradotto, ad esempio, in una previsione statutaria che renda necessaria, *ex art.* 2364, co. I, n. 5), cod. civ., una delibera assembleare autorizzativa, per poi attribuire agli SFP la prerogativa di esprimere il proprio veto sull'operazione nella loro assemblea speciale *ex art.* 2376 cod. civ. In alternativa, la disciplina statutaria potrebbe anche prevedere che la materia rimanga di competenza del C.d.A., ma che quest'ultimo debba deliberare con una maggioranza rafforzata, la quale rende necessario il voto favorevole dell'amministratore designato dagli strumentisti <sup>(302)</sup>.

#### **4.- L'apporto a fronte del quale può avvenire l'emissione di SFP.**

L'art. 2346, co. VI, cod. civ. ricollega consequenzialmente l'emissione degli SFP alla prestazione di un “*apporto da parte di soci o di terzi anche di opera o di servizi*”. Già dal solo testo normativo, quindi, si può desumere che la presenza di un apporto è indefettibile, sicché in linea di principio non

---

<sup>(299)</sup> E' il caso della fusione tra First Atlantic RE SGR S.p.A. e FIMIT SGR S.p.A, oggi IDeA FIMIT SGR S.p.A.

<sup>(300)</sup> Così A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, cit. (*supra*, nt. 8), 419. M. SAGLIOCCA, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, in *RDS*, 2013, 326 ss., in part. a 328, osserva anche che nel contesto di operazioni di acquisto di partecipazioni di minoranza, l'assegnazione all'investitore di SFP potrebbe risultare interessante anche perché “*i socio di maggioranza potrebbe ricevere un significativo vantaggio da siffatta struttura che, di fatto, non finirebbe per diluire la propria partecipazione nel capitale*”.

<sup>(301)</sup> In tema v. M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013, *passim* (e si veda in particolare il cap. I dell'opera per un'ampia illustrazione dei *business covenants* diffusi nella prassi). Anche M. SAGLIOCCA, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, cit. (*supra*, nt. 300), 329 rileva che “[l]a sintetica disciplina codicistica [...] dà ampio spazio all'autonomia privata e la possibilità di assicurare, mediante l'inserimento in statuto, una tutela reale e non meramente obbligatoria dei c.d. diritti di governance”.

<sup>(302)</sup> E' la soluzione adottata, ad esempio, nei casi Accadiesse S.p.A, Mednav S.p.A, Carlo Tassara S.p.A.

potrebbe darsi un'emissione di SFP che ne prescindano. In dottrina è stato rilevato che proprio dall'essenzialità dell'apporto si desume l'"*onerosità del negozio a fronte del quale avviene l'emissione*"<sup>(303)</sup>.

Quest'ultima, tuttavia, costituirebbe solo una caratteristica "normale" degli SFP, essendovi anche delle ipotesi in cui sarebbe possibile l'emissione di SFP senza apporto. In proposito si cita anzitutto la figura degli SFP assegnati ai prestatori di lavoro dipendente, prevista dall'art. 2349, co. II, cod. civ., rispetto al quale si ritiene che l'attribuzione degli SFP ai dipendenti "*trova la sua causa nel rapporto di lavoro sottostante*" e per questo, appunto, "*non richiede alcun apporto specifico da parte dell'assegnatario*"<sup>(304)</sup>.

In secondo luogo, si potrebbe avere il caso di un'emissione in favore di tutti i soci, in proporzione all'entità delle partecipazioni azionarie detenute, anche se in tal caso si sostiene che sarebbe necessaria una delibera assembleare assunta all'unanimità<sup>(305)</sup>. Benché la soluzione appena citata paia senz'altro ragionevole, a questo riguardo le opinioni non sono unanimi<sup>(306)</sup>.

L'ipotesi di assegnazione "gratuita" di SFP a favore dei soci è stata in effetti attuata, ad esempio, nel caso dell'emissione di SFP da parte di First Atlantic Real Estate SGR S.p.A. e di FIMIT SGR S.p.A. nel contesto della loro fusione (che ha dato vita all'attuale IDeA FIMIT SGR S.p.A.). In particolare, dall'esame del verbale dell'assemblea straordinaria di First Atlantic Real Estate SGR S.p.A. del 26 luglio 2011 si evince chiaramente che l'operazione è stata deliberata dal socio unico e che è stato emesso un numero di SFP pari al numero delle azioni detenute. Per il resto, il campione esaminato conferma la normale onerosità dell'emissione.

Per quanto riguarda, invece, la natura dell'apporto, nel campione di statuti e regolamenti esaminati prevale ampiamente il caso di apporti effettuati in denaro (in venti casi su ventitré), molto spesso liberati mediante compensazione di crediti pregressi (in undici casi). Complessivamente, quindi, risulta confermato che la modalità per così dire "ordinaria" di liberazione degli SFP è quella dell'apporto in denaro.

---

<sup>(303)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 75.

<sup>(304)</sup> Così nel documento ASSONIME, *L'assegnazione di strumenti finanziari partecipativi ai dipendenti di società, Il Caso n. 6/2014*, 3.

<sup>(305)</sup> Ancora M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 75-76. V. anche, implicitamente, L. ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, *cit. (supra, nt. 39)*, 181.

<sup>(306)</sup> M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art. 2346, cit. (nt. 7 supra)*, 225 sostengono che sarebbe inammissibile "*l'emissione gratuita a favore dei soci, mediante utilizzazione di riserve*" e pare che tale principio sia desunto dalla "*espressa indicazione testuale*" della necessità di un "*nuovo apporto da parte del sottoscrittore*".

Resta ferma, poi, l'astratta possibilità che l'apporto possa avvenire in altra forma, ad esempio sotto forma di beni in natura, crediti, o altre utilità: tra queste ultime si citano, ad esempio, il c.d. *know-how*, diritti reali o personali di godimento, i beni immateriali, garanzie personali o reali per debiti della società. Addirittura, si afferma che potrebbero essere apportate obbligazioni negative (ad esempio l'obbligo di non concorrenza con la società) o il diritto di avvalersi del “*buon nome dell'apportante che sia considerato idoneo ad accrescere la reputazione commerciale della società*”<sup>(307)</sup>.

Sulla base dell'osservazione della prassi, sono meritevoli di segnalazione tre casi rilevati nel campione già più volte descritto. Il primo caso (particolarmente complesso) è quello di Midco S.p.A. - società *holding* che gestisce la partecipazione nella “nuova” Alitalia S.p.A. - la quale ha emesso dei titoli “atipici”, denominati “*contingent convertible notes*”, convertibili in SFP. In questo caso, quindi, l'apporto sarebbe effettuato in denaro, ma tramite il meccanismo della conversione delle citate *notes*.

Il secondo è il caso di Ferretti Holding S.p.A., la quale, nel contesto della ristrutturazione dell'indebitamento di Ferretti S.p.A., ha emesso SFP a fronte dell'apporto di crediti vantati nei confronti di quest'ultima o di sue azioni. In proposito viene in rilievo la questione della necessità o meno di effettuare una stima dei crediti conferiti, nonché della sussistenza, in capo agli amministratori dell'emittente, di seguire il procedimento di verifica previsto dall'art. 2343 cod. civ. per i conferimenti. In dottrina il quesito riceve risposta negativa, sulla scorta della considerazione per cui gli apporti in questione non sono imputati a capitale e, quindi, non è “*in discussione l'esigenza di tutela dell'effettività del capitale*”<sup>(308)</sup>, anche se vi è chi, pur giungendo (se ben si comprende) alla medesima conclusione, evidenzia il rischio di una “*sopravalutazione [dell'apporto] e quindi di un ingiustificato rafforzamento della posizione dei portatori di strumenti finanziari 'partecipativi' a scapito degli azionisti*”<sup>(309)</sup>, sicché l'acquisizione di una perizia di stima e/o la successiva verifica del valore degli apporti, per quanto non necessaria, potrebbe essere una cautela talvolta opportuna.

Nel caso citato della Ferretti Holding S.p.A. si può rilevare che nel verbale dell'assemblea straordinaria del 14 luglio 2009 viene stabilito un “valore convenzionale” degli SFP emessi, corrispondente ai crediti apportati, e si afferma che esso sarebbe “*commisurato alla valutazione dei*

---

<sup>(307)</sup> F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 38-39.

<sup>(308)</sup> F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit. (supra, nt. 307), 38; nello stesso senso M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (supra, nt. 164), 7.

<sup>(309)</sup> M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit. (supra, nt. 143), 277.

*crediti e/o delle azioni oggetto di apporto a favore della Società emittente*” (cfr. *ivi*, pag. 4), ma non si menziona (né viene allegata) alcuna perizia di stima dei crediti e delle azioni in parola.

Infine, il terzo caso da segnalare è quello di Intek Group S.p.A., i cui SFP sono stati sottoscritti con l’adesione dei suoi azionisti ad un’offerta pubblica di scambio proprio tra gli SFP di nuova emissione e le azioni già detenute nella società dagli aderenti.

## **5.- Il diritto al rimborso dell’apporto.**

La possibilità o meno di attribuire agli SFP il diritto di rimborso dell’apporto dipende, in prima battuta, dalla qualificazione della fattispecie che si ritiene di effettuare. Sul punto ci si è già soffermati ampiamente nel cap. 2 del presente lavoro, dove si è dato conto del fatto che (i) in dottrina ha ricevuto ampio consenso la tesi della c.d. “neutralità causale” degli SFP, (ii) è stata altrettanto autorevolmente sostenuta la tesi per cui gli SFP apparterrebbero pur sempre al *genus* obbligazionario, anche se (iii) la soluzione che, per una serie di ragioni che qui non si ripetono (v. *supra*, cap. 2, par. 6), appare preferibile sotto il profilo di ricostruzione sistematica della disciplina della struttura finanziaria della s.p.a. è quella per cui gli SFP sarebbero sempre strumenti “*orientati sul versante del capitale di rischio*”<sup>(310)</sup>.

Seguendo quest’ultima opinione, che come detto si è condiviso e cercato di argomentare nel cap. 2 (al quale si rinvia), gli SFP non potrebbero mai essere dotati del diritto al rimborso dell’apporto, quantomeno *durante societate*, restando al contempo ferma la possibilità della partecipazione degli strumentisti alla distribuzione del residuo attivo di liquidazione.

Peraltro, poiché secondo questa ricostruzione gli SFP sono strumenti di “quasi-capitale”, prossimi cioè alle azioni, rimane altresì ferma la possibilità di far ricorso a quei meccanismi di *exit* che sono applicabili alle azioni stesse, ossia il recesso e il riscatto, ove statutariamente previsti.

Nel campione di emissioni di SFP esaminate, solo in un caso su ventitré (quello di Intek Group S.p.A.) gli SFP sono stati conati quali strumenti di debito. Complessivamente, quindi, l’osservazione dell’utilizzo concreto degli SFP conferma quantomeno l’interesse degli operatori per la “costruzione” di SFP “di patrimonio netto”, posto che negli statuti di ventidue società su ventitré si esclude espressamente il diritto di rimborso dell’apporto.

---

<sup>(310)</sup> L’espressione è di M. MIOLA, *I conferimenti in natura, cit. (supra, nt. 143)*, 267.

Nel caso di Intek Group S.p.A., la delibera di emissione degli SFP prevede, in particolare, il diritto al rimborso dell'apporto entro il termine di cinque anni, nonché una remunerazione fissa, pari ad un interesse annuo dell'8%, liquidata annualmente. Sotto il profilo patrimoniale, quindi, si trattava <sup>(311)</sup> di titoli sovrapponibili ad obbligazioni semplici. Al contempo, però, veniva previsto il diritto dei titolari a concorrere, tramite partecipazione all'assemblea dei soci, all'elezione, tramite voto di lista, di un componente indipendente del C.d.A. In altri termini, i titoli in questione sembrano rappresentare dei veri e propri *voting bonds*.

In coerenza con quanto sostenuto nella parte finale del cap. 2, si dovrebbe ritenere che l'emissione di Intek Group S.p.A. fosse, di per sé, ovviamente valida, così come i relativi titoli emessi, i quali ultimi, però, avrebbero dovuto essere più correttamente qualificati come obbligazioni, mentre si sarebbe dovuta ritenere l'invalidità della clausola statutaria attributiva del diritto di voto nell'assemblea dei soci in favore dei loro titolari <sup>(312)</sup>. Peraltro, stante la conformazione dei diritti patrimoniali dei titoli emessi da Intek Group S.p.A., non sarebbe stata neppure invocabile la tesi per cui proprio l'introduzione degli SFP avrebbe imposto un "ripensamento" del "dogma secondo il quale 'diritti amministrativi' possono essere attribuiti solo ad investitori che assumono la qualifica di 'soci', con la conseguenza che non dovrebbe essere difficile riconoscere la possibilità che lo statuto attribuisca diritti amministrativi [...] quanto meno ad 'obbligazionisti' ad alto rischio, quali, ad esempio, i

---

<sup>(311)</sup> Si utilizza l'imperfetto perché gli SFP in questione sono stati oggetto, nel 2015, di un'O.P.S., guarda caso, con obbligazioni della stessa società emittente e, per quella parte non scambiata per mancata adesione all'offerta, sono stati rimborsati anzitempo dalla società.

<sup>(312)</sup> Non vi è dubbio, chiaramente, che si tratterebbe di un'ipotesi di nullità parziale, disciplinata - stante la natura contrattuale dello statuto - dall'art. 1419 cod. civ. (il cui II comma recita: "la nullità di singole clausole non importa la nullità del contratto"). Il principio ha trovato conforto giurisprudenziale, ad esempio, con riferimento a clausole statutarie che prevedevano *quorum* assembleari difformi da quelli fissati da norme inderogabili: v. Cass. civ., 18 settembre 2003, n. 13746 (la quale, con riferimento alla previsione statutaria di *quorum* difformi da quelli previsti dall'art. 2369, co. III, cod. civ., ha ravvisato l'"arbitrarietà dell'assunto secondo cui la nullità della previsione statutaria concernente il *quorum* costitutivo dell'assemblea ordinaria dovrebbe necessariamente investire l'intera clausola, anche nelle parti in cui essa si riferisce all'assemblea straordinaria. Premessa l'applicabilità del disposto dell'art. 1419 c.c., in via di principio, anche alle clausole dell'atto costitutivo o dello statuto di società (cfr., in argomento, Cass. n. 5735 del 1992), e pur dovendosi adoperare principalmente criteri oggettivi nell'interpretazione di siffatte clausole (cfr. Cass. n. 10970 del 1996), non è sostenibile che l'eventuale contrarietà a norme imperative di uno specifico precetto contenuto in una clausola dell'atto costitutivo di una società travolga sempre e comunque anche gli altri distinti precetti espressi dalla medesima clausola"); Trib. Spoleto, 12 dicembre 1996, in *Rass. giur. umbra*, 1997, 73 (secondo cui "la clausola statutaria di una s.p.a. che stabilisca un '*quorum*' determinato (nella specie il '*quorum*' previsto per l'assemblea straordinaria) anche per l'assemblea ordinaria che deliberi in seconda convocazione è nulla perché contraria alla norma imperativa di cui all'art. 2369 comma 3 prima parte c.c., ed è sostituita di diritto, ai sensi del combinato disposto degli art. 1339 e 1419 comma 2 c.c., con la norma di legge laddove stabilisce che l'assemblea ordinaria di una s.p.a. in seconda convocazione delibera sugli oggetti che avrebbero dovuto essere trattati nella prima qualunque sia la parte di capitale rappresentata dai soci intervenuti").

*titolari di obbligazioni subordinate*”<sup>(313)</sup>: nel caso di specie, infatti, si è di fronte a strumenti i cui titolari non sono affatto esposti al rischio d’impresa, come invece sarebbero, almeno da un punto di vista economico, i titolari di obbligazioni subordinate.

## **6.- La rappresentazione contabile dell’apporto e l’incidenza delle perdite.**

Per quanto riguarda la raffigurazione dell’apporto prestato – o promesso – dai sottoscritto degli SFP nell’attivo dello stato patrimoniale della società emittente paiono esservi tre possibilità. In primo luogo, l’iscrizione, nella rispettiva voce di appartenenza, del denaro, dei beni in natura o dei crediti ricevuti, secondo il loro valore attuale. In secondo luogo, l’iscrizione di un credito verso i sottoscrittori, in caso di mancata immediata liberazione degli SFP. In terzo luogo, l’assenza di alcuna iscrizione, qualora la natura dell’apporto non lo consenta, come nel caso di apporti d’opera o di servizi<sup>(314)</sup>, anche se taluni ritengono che resti salva la possibilità che venga statutariamente prevista la *“patrimonializzazione dell’apporto”*, nel qual caso dovrebbe essere iscritto nell’attivo il *“valore della prestazione d’opera o servizi promessa dal sottoscrittore”*<sup>(315)</sup>.

La questione di maggior rilievo in riferimento alla rappresentazione contabile dell’apporto, però, attiene alla formazione di una voce nello stato passivo del bilancio della società e dipende quindi, chiaramente, dall’esistenza o meno di un diritto al rimborso dell’apporto stesso. Seguendo la linea di pensiero prospettata nel par. 6 del cap. 2 del presente lavoro – e stante, quindi, l’incompatibilità tra SFP e diritto di rimborso - l’apporto effettuato dai relativi sottoscrittori dovrebbe sempre trovare raffigurazione in una posta del patrimonio netto della società, in ossequio peraltro al principio per cui la classificazione dell’apporto nello stato passivo del bilancio dell’emittente deve in ogni caso riflettere la *“sostanza degli accordi contrattuali”*, come stabilito dai principi contabili e, in particolare, dallo IAS 32<sup>(316)</sup>. Alcuni precisano, in proposito, che si tratterebbe di una riserva indisponibile, la quale comporta *“l’emersione accanto al capitale sociale, tra le poste del netto, di un ‘capitale*

---

<sup>(313)</sup> Così U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, cit. (*supra*, nt. 6), 1095.

<sup>(314)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 111.

<sup>(315)</sup> F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit. (*supra*, nt. 307), 43.

<sup>(316)</sup> Sul punto cfr. M. MAUGERI, *Gli strumenti finanziari “partecipativi”*, in A. Gambino (a cura di), *Società di capitali. Casi e materiali. II*, Torino, 2006, 95 ss., in part. alle pp. 103-104.

*proprio' o di un 'quasi capitale', costituito dal valore degli strumenti finanziari 'partecipativi' che lo compongono"* <sup>(317)</sup>.

Chi, invece, sostiene la tesi della “neutralità causale” degli SFP rileva che l’iscrizione dell’apporto nel patrimonio netto dell’emittente possa avvenire solo quando l’apporto, iscritto all’attivo, sia effettuato a fondo perduto e, al più, con la previsione della partecipazione al residuo attivo di liquidazione *pari passu* con gli azionisti <sup>(318)</sup>. Negli altri casi, invece, si dovrebbe indicare il valore dell’apporto tra i debiti della società, fatto salvo il caso in cui l’oggetto dell’apporto non sia suscettibile di dar luogo ad alcuna iscrizione neppure nell’attivo e non sia stato “patrimonializzato” <sup>(319)</sup>.

Con riferimento all’ipotesi in cui si considerino gli SFP quali strumenti “di patrimonio netto”, secondo un’opinione l’apporto effettuato in denaro o in natura dovrebbe sempre alimentare una “*posta sui generis che per certi versi è assimilabile a quelle del patrimonio netto*” <sup>(320)</sup>. Per altri, invece, “*una appostazione a riserva*” sarebbe “*ammissibile, ma solo come risultato di una clausola statutaria o di scelta autonoma da parte dell’assemblea*” <sup>(321)</sup>

In effetti, all’interno del campione esaminato, in ben venti casi la delibera di emissione degli SFP stabilisce espressamente che l’apporto è destinato ad alimentare una riserva “targata” <sup>(322)</sup>, facente parte del patrimonio netto della società. Nel caso di Intek Group S.p.A., in cui gli SFP assumono le caratteristiche di *voting bonds* (cfr. *amplius* il par. 5, *supra*), il relativo apporto deve invece necessariamente confluire in una posta di debito nel bilancio dell’emittente.

Gli statuti ed i regolamenti di emissione degli SFP di Business Integration Partners S.p.A. e di IDeA FIMIT SGR S.p.A., di contro, non si occupano di definire espressamente il trattamento

---

<sup>(317)</sup> In questi termini M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit. (*supra*, nt. 143), 279.

<sup>(318)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 112.

<sup>(319)</sup> Ancora M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 113.

<sup>(320)</sup> Così F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit. (*supra*, nt. 307), 42, il quale prosegue: “[d]a un lato infatti non si può alla stessa attribuire la natura di passività in senso tecnico, essendo la relativa pretesa restitutoria postergata rispetto a quelle degli altri creditori sociali, alla stessa stregua del credito del socio al rimborso del capitale sociale. Dall’altro tale posta non può essere del tutto assimilata ad una qualsiasi posta del netto. Del netto patrimoniale essa condivide l’attitudine ad essere intaccata dalle perdite, ma le modalità attraverso le quali ciò avviene sono del tutto particolari?”.

<sup>(321)</sup> M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub* art. 2346, cit. (*supra*, nt. 7), 239.

<sup>(322)</sup> Con la locuzione di riserva “targata” ci si riferisce solitamente a quella riserva che sia alimentata “dagli apporti di uno o più soci fuori capitale”: così N. DE LUCA, *Riserve indisponibili, riserve indisponibili e incidenza delle perdite*, in *Riv. soc.*, 2013, 464 *ss.*, in part. alla nt. 62 a p. 482.

contabile dell'apporto. Nel secondo caso (quello di IDeA FIMIT SGR S.p.A.) non si tratta di una lacuna, posto che, come già illustrato (v. *supra*), a fronte dell'emissione non era previsto alcun apporto.

Nell'ipotesi della società di consulenza (Business Integration Partners S.p.A.), invece, la questione avrebbe meritato attenzione, perché il silenzio dello statuto non sembra colmabile senza incertezze. Infatti, l'assenza di un vero e proprio diritto al rimborso dell'apporto potrebbe far propendere per il suo appostamento a patrimonio netto; per altro verso, però, si prevede anche che gli strumentisti (dipendenti e collaboratori) possano esercitare *ad nutum* un diritto di recesso concesso loro per via statutaria. In quest'ultimo caso, si prevede che agli strumentisti receduti spetti il diritto di ricevere un importo pari al valore nominale dell'apporto, eventualmente incrementato in ragione della parte loro spettante delle riserve formate con utili riservati ai portatori di SFP, ma non distribuiti. Il fatto che il recesso comporti la corresponsione di un importo pari al valore nominale dell'apporto e, soprattutto, ciò senza che sia previsto che tale importo possa ridursi in conseguenza di perdite della società, fa quindi propendere per l'interpretazione della "sostanza economica" dell'operazione nel senso dell'esistenza di un diritto al rimborso: dal che consegue, allora, la necessità dell'appostamento di un importo pari agli apporti ricevuti dall'emittente in una posta contabile debitoria <sup>(323)</sup>.

Qualora, invece, si volesse dar credito alla tesi sostenuta al termine del cap. 2 di questo lavoro (per cui, in sintesi, gli SFP sono strumenti "di patrimonio netto") - e ovviamente si desse per scontato che la società, nel caso di specie abbia veramente inteso emettere SFP in senso proprio, e non strumenti di debito <sup>(324)</sup> - si dovrebbe colmare la lacuna presente nello statuto di Business Integration Partners S.p.A. ritenendo che gli apporti effettuati dai sottoscritti degli SFP sono esposti al rischio di erosione in conseguenza di perdite che fossero maturate dalla società; di conseguenza, il diritto di recesso resterebbe pur sempre esercitabile, ma darebbe luogo alla

---

<sup>(323)</sup> Si noti comunque che il "silenzio" dello statuto potrebbe essere spiegato dal fatto che, nel caso in questione, l'apporto non assume particolare rilievo economico, trattandosi di un'emissione effettuata in favore di dipendenti e collaboratori della società (anche se senza avvalersi dell'istituto di cui all'art. 2349, co. II, cod. civ. e quindi ferma restando la necessità dell'apporto stesso); inoltre, non va trascurato che si è trattato della prima emissione di cui si ha notizia.

<sup>(324)</sup> Si noti, infatti, che gli SFP di questa società non godono di diritti amministrativi che consentano una reale concorrenza nella "gestione" sociale, bensì solo il diritto a esprimere pareri non vincolanti su operazioni straordinarie e decisioni di modifica dell'oggetto sociale. Di converso, la tutela rimessa all'assemblea speciale dei portatori di SFP di Business Integration Partners S.p.A. non pare dissimile da quella che sarebbe consentita tramite l'assemblea di cui all'art. 2415 cod. civ. Rimane, invece, caratteristica propria degli SFP il diritto alla partecipazione agli utili (intesa in senso proprio e non quale mera parametrizzazione della remunerazione).

restituzione di un valore corrispondente a quello nominale dell'apporto, se ed in quanto ancora sussistente nel patrimonio netto della società (fermo il possibile incremento derivante dalla partecipazione alle riserve formate con utili). Se si seguisse questa interpretazione, quindi, anche l'apporto degli strumentisti di Business Integration Partners S.p.A. dovrebbe dar luogo ad una riserva "targata" nel patrimonio netto della società <sup>(325)</sup>.

Rispetto a quei casi in cui l'apporto corrisposto o dovuto dai titolari di SFP sia rappresentato contabilmente in una riserva di patrimonio netto, un ulteriore profilo meritevole di particolare attenzione è quello dell'esposizione della riserva stessa alle perdite in cui incorra la società.

La questione, in particolare, ruota attorno a quale debba essere l'ordine in cui le perdite erodono le varie riserve della società, la "riserva SFP" ed il capitale sociale.

In linea di principio, si ritiene che la "riserva SFP" debba concorrere con le altre riserve di patrimonio netto ad assorbire le perdite secondo un ordine che può essere statutariamente fissato. Si discute, invece, di quale sia il "limite" dell'autonomia privata in proposito; secondo un'opinione, l'autonomia si potrebbe spingere sino al punto di prevedere che la "riserva SFP" concorra a sopportare le perdite *pari passu* con il capitale sociale, ma fermo restando il divieto di prevedere che le perdite erodano prima il capitale della "riserva SFP", coerentemente con il principio per cui "[n]on è [...] possibile addossare a questi strumenti finanziari un rischio maggiore che gli azionisti?" <sup>(326)</sup>. La tesi viene ritenuta da altri problematica, "in quanto non sembra possibile evincere elementi normativi con riguardo allo strumento finanziario partecipativo tali da derogare ad un principio inderogabile quale è quello dell'ordine di imputazione delle perdite, secondo il quale il capitale viene intaccato solo dopo che tutte le riserve siano state consumate" <sup>(327)</sup>.

Gli statuti ed i regolamenti esaminati testimoniano un'effettiva propensione degli operatori ad avvalersi dell'autonomia cui da ultimo si è fatto cenno, disciplinando spesso in modo espresso l'ordine di incidenza delle perdite.

In proposito, la disciplina più ricorrente è quella per cui la "riserva SFP" è utilizzabile al fine della copertura perdite solo quando ricorrano i presupposti per la riduzione obbligatoria del capitale sociale (con ciò intendendosi i casi di cui agli artt. 2446, co. II, e 2447 cod. civ.) e dopo la

---

<sup>(325)</sup> Sul tema del diritto di recesso si tornerà *infra*, al par. 12.

<sup>(326)</sup> M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 532 ss., in part. a p. 535.

<sup>(327)</sup> P. OLIVIERO, "Conversione" del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi dell'impresa, *cit.*, (*supra*, nt. 294), 107.

completa erosione delle altre riserve <sup>(328)</sup>. E' frequente, poi, la previsione - proprio in questi casi - per cui l'azzeramento della "riserva SFP" non comporta l'annullamento degli SFP emessi dalla società, sicché i titolari continuano a vantare i relativi diritti nei confronti dell'emittente.

In due casi si prevede, invece, che la "riserva SFP" venga utilizzata dopo l'erosione delle altre riserve, diverse dalla riserva legale: si fa riferimento ad Azimut Holding S.p.A. ed Euromilano S.p.A. <sup>(329)</sup>. Nello statuto della prima delle due società menzionate si stabilisce che l'annullamento della "riserva SFP" comporti l'annullamento dei titoli, mentre si prevede il contrario nello statuto della seconda.

Il caso più "estremo" è quello dell'esposizione della riserva *de qua* alle perdite *pari passu* con il capitale sociale: se ben si comprende, è quanto previsto nello statuto di Sesto Immobiliare S.p.A. <sup>(330)</sup>, dove però - quasi a bilanciamento della "parificazione" degli strumentisti agli azionisti nella concorrenza nelle perdite - si stabilisce che la completa erosione della "riserva SFP" determina l'annullamento degli stessi SFP.

Un'ipotesi "intermedia" (rappresentata dallo statuto di Mednav S.p.A.) prevede che la riserva in questione concorra alle perdite dopo l'azzeramento delle altre riserve, ma prima del capitale sociale; al contempo, però, gli SFP sarebbero suscettibili di annullamento solo qualora fosse completamente eroso dalle perdite anche il capitale sociale, sicché si potrebbe verificare un caso di "sopravvivenza" degli SFP alla loro riserva "targata".

Infine, si è riscontrato un caso in cui la "riserva SFP" è esposta alle perdite *pari passu e pro quota* non con il capitale sociale, bensì con le altre riserve della società <sup>(331)</sup>.

## **7.- La competenza per l'emissione degli SFP.**

L'art. 2346, co. VI, cod. civ. impone che lo statuto della società emittente contenga una puntuale disciplina degli SFP, la quale deve trattare anche delle "*modalità e condizioni di emissione*". Si deve

---

<sup>(328)</sup> Si vedano ad esempio i casi di Tasnch Holding S.p.A., Accadiesse S.p.A., Carlo Tassara S.p.A., Panini S.p.A. e Redecam Group S.p.A.

<sup>(329)</sup> La soluzione per cui le riserve "targate" sono utilizzabili a copertura delle perdite, dopo la riserva legale, era indicata già da G.B. PORTALE, *Appunti in tema di "versamenti in conto futuri aumenti di capitale" eseguiti da un unico socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, 93 ss., 96.

<sup>(330)</sup> Lo statuto di Sesto Immobiliare S.p.A., più precisamente, stabilisce una concorrenza *pari passu* tra la "riserva SFP" e "*il capitale sociale con le relative voci del patrimonio netto*".

<sup>(331)</sup> Si fa riferimento a Lediberg S.p.A.

quindi prendere atto, anzitutto, che la possibilità di emettere SFP dipende essenzialmente dall'esistenza di un'apposita previsione e di una compiuta disciplina statutaria, sicché, nel caso di società che non la prevedano sin dalla loro costituzione, il presupposto fondamentale per l'emissione stessa diviene una delibera dell'assemblea straordinaria che modifichi in tal senso lo statuto.

Questo, in effetti, è quanto si è riscontrato nella prassi applicativa degli SFP, posto che le ventitré società prese in esame non pare contemplassero in statuto una disciplina specifica degli SFP prima delle delibere dell'assemblea straordinaria elencate nell'Appendice (cfr. *ivi*, Tabella 1).

Secondo un'opinione, la ragione per cui l'emissione degli SFP “*non possa che essere subordinata ad una previsione statutaria analitica che preveda la regolamentazione convenzionale di tali strumenti?*” risiederebbe nel fatto che gli stessi sono idonei ad “*attribuire il diritto alla distribuzione di una componente del reddito d'impresa e cioè una partecipazione agli utili?*”<sup>(332)</sup>. Altri ampliano - condivisibilmente - l'osservazione, notando che gli SFP possono essere dotati di diritti, sia patrimoniali, sia amministrativi, “*che assumono rilevanza sul piano del contratto sociale, sull'organizzazione della società e sui diritti dei soci, onde per cui è lo stesso organo competente a modificare il contratto sociale a poter incidere su di esso, per dar vita a siffatte categorie di strumenti finanziari?*”<sup>(333)</sup>. Ad ogni modo, resta il fatto che sul punto il dato normativo è chiaro.

Per altro verso, però, è vero che l'ultimo comma dell'art. 2346 attribuisce allo statuto, e quindi all'assemblea straordinaria, la competenza per fissare le “condizioni” dell'emissione di SFP, ossia la loro disciplina, ma non chiarisce quale sia l'organo sociale competente a decidere l'effettiva emissione stessa. Le alternative possibili consistono nell'attribuire tale competenza agli amministratori, oppure all'assemblea ordinaria, o ancora all'assemblea straordinaria stessa.

La prima soluzione (competenza per l'emissione in capo all'organo amministrativo) trova conforto in ragioni di coerenza sistematica: a fronte di una dettagliata disciplina statutaria, infatti, la decisione di emissione costituirebbe un atto esecutivo, quindi “gestorio” e perciò ricadente nell'ambito dell'art. 2380-*bis* cod. civ. Inoltre, la soluzione sarebbe coerente con quanto previsto (*i*) dall'art. 2410 cod. civ. per le obbligazioni, categoria oggi comprensiva anche degli strumenti “para-obbligazionari” di cui all'art. 2411, co. III, cod. civ., i quali potrebbero assumere contenuti

---

<sup>(332)</sup> G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, *cit.* (*supra*, nt. 153), 179.

<sup>(333)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 129.

simili, dal punto di vista economico, agli SFP e (ii) dall'art. 2447-ter, ult. co., cod. civ. per la costituzione di patrimoni destinati ad uno specifico affare. In dottrina si nota come la rimessione agli amministratori della competenza nei due casi menzionati comporti la possibilità per gli stessi di incidere in misura potenzialmente significativa sulla posizione dei soci; in particolare, l'art. 2410 cod. civ. rimetterebbe agli amministratori “una decisione che condiziona, per il futuro, l'autonoma decisione dei soci nel deliberare la distribuzione degli utili o delle riserve”, mentre l'art. 2447-ter cod. civ. “darebbe agli amministratori la possibilità di modificare i criteri in tema di distribuzione di utili e di variare l'assetto dei poteri all'interno della compagine sociale”<sup>(334)</sup>. Di conseguenza, non vi sarebbero ragioni per escludere che l'organo amministrativo possa decidere dell'emissione di SFP, seppure entro i limiti e nel rispetto delle condizioni statutariamente previste<sup>(335)</sup>.

Una diversa opzione interpretativa propende, invece, per affidare la competenza in questione all'assemblea ordinaria. Tale soluzione viene motivata con l'argomento per cui l'emissione di SFP si tradurrebbe, in sostanza, in un atto dispositivo del diritto dei soci agli utili ed è proprio l'assemblea l'organo competente a decidere in materia di utili (e si nota che ciò vale, ad esempio, anche nelle società amministrate secondo il sistema dualistico, nelle quali si può realizzare una scissione fra competenza sull'approvazione del bilancio e sulla decisione di distribuzione degli utili)<sup>(336)</sup>. Inoltre, l'assemblea ordinaria sarebbe anche competente, secondo questa opinione, a “determinare il contenuto della prestazione dovuta ai sottoscrittori e cioè quantificare la misura e l'ammontare della remunerazione spettante agli investitori”, ossia in altre parole a specificare le condizioni dell'emissione, pur già fissate dallo statuto<sup>(337)</sup>. Par di comprendere che per dare seguito a tale ricostruzione lo statuto dovrebbe limitarsi a prevedere dei limiti massimi entro i quali la discrezionalità dell'assemblea ordinaria potrebbe poi esplicarsi. Peraltro, anche chi ha sostenuto questa tesi ammette la possibilità che lo statuto attribuisca all'organo amministrativo la competenza per l'emissione degli SFP, ma si afferma che in tal caso gli amministratori non avrebbero la possibilità di “quantificare la misura e l'ammontare della remunerazione spettante agli investitori”, come invece

---

<sup>(334)</sup> G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 153), 166-167.

<sup>(335)</sup> Un'opinione fonda, invece, la competenza degli amministratori sulla ritenuta natura fondamentale obbligazionaria degli SFP: cfr. G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit. (*supra*, nt. 152), 816.

<sup>(336)</sup> E' la tesi di G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 153), 180.

<sup>(337)</sup> Ancora G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 153), 188.

potrebbe fare l'assemblea ordinaria <sup>(338)</sup>. Questa soluzione, tuttavia, sembra quantomeno *praeter legem* nella misura in cui pretenderebbe di attribuire all'assemblea ordinaria una competenza *ex lege* rispetto alla fissazione delle effettive “condizioni dell'emissione” di SFP. Ciò, però, si pone in contrasto con il disposto dell'art. 2346, co. VI, cod. civ., che fissa interamente la competenza sulla materia in capo all'assemblea straordinaria.

Infine, la terza soluzione possibile al quesito rimette la competenza all'emissione (nel senso di effettiva assegnazione degli SFP ai sottoscrittori) in capo allo stesso organo che ne ha fissato le condizioni, ossia all'assemblea straordinaria. Tale soluzione, peraltro, troverebbe conferma nell'art. 2349 cod. civ., che per l'assegnazione degli SFP destinati ai lavoratori richiede proprio una delibera dell'assemblea straordinaria <sup>(339)</sup>.

Invero, la soluzione più convincente pare essere la prima (competenza - solo esecutiva - in capo all'organo amministrativo), posto che permette di contemperare l'esigenza di mantenere esclusivamente in capo all'assemblea straordinaria la competenza a fissare i termini di partecipazione degli strumentisti al contratto sociale, con l'esigenza pratica di affidare ad un organo più agile gli aspetti esecutivi dell'emissione <sup>(340)</sup>. Inoltre, il fatto che all'organo amministrativo sarebbe rimessa solo un'attività, come detto, esecutiva scongiura il rischio che gli

---

<sup>(338)</sup> G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 153), 190.

<sup>(339)</sup> Secondo A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 153), 151, l'art. 2349 cod. civ. costituirebbe espressione di un “principio generale” di competenza esclusiva dell'assemblea straordinaria rispetto a tutti gli strumenti finanziari partecipativi, compresi gli strumenti *ex art.* 2411, co. III, cod. civ., ferma la possibilità di delega agli amministratori.

<sup>(340)</sup> Propendono per questa soluzione: M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 136 ss.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit. (*supra*, nt. 307), 47; M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art.* 2346, cit. (*supra*, nt. 7), 234. Questi ultimi AA., tuttavia, ritengono che gli amministratori sarebbe anche competenti a provvedere a “*determinazioni integrative del contenuto del rapporto previsto dalla norma statutaria*”, che potrebbero essere “*frutto di negoziazioni e di vere e proprie scelte gestionali (si pensi soprattutto all'emissione di strumenti finanziari a fronte di prestazioni di servizi, e poi, più in generale, all'emissione di strumenti finanziari individualizzati, a seguito della negoziazione di operazioni di private equity o di altro genere). Le esigenze di rapidità e riservatezza di tali negoziazioni rendono del tutto plausibile una scelta legislativa nel senso della necessità, a garanzia degli azionisti, dell'astratta (ma determinata) previsione statutaria relativa al tipo di strumenti finanziari ammessi, e della successiva competenza dell'organo amministrativo quanto agli atti esecutivi*”. L'opinione, in considerazione di quanto detto nel testo, pare condivisibile solo in parte, posto che la necessità che la previsione statutaria sia “determinata” ai sensi dell'art. 2346, ult. co., cod. civ., sembra impedire che l'organo amministrativo possa “concorrere” a fissare le “condizioni dell'emissione” a cui fa riferimento la norma.

amministratori emettano SFP “*senza che i soci ne siano edotti e possano attivare strumenti di impugnativa*”<sup>(341)</sup>.

Una conseguenza di questa soluzione, peraltro, è che in presenza di uno statuto che, in ipotesi, contempra la possibilità di emettere SFP, ma al contempo ometta di fornire una disciplina sufficientemente completa, gli amministratori non sarebbe legittimati ad effettuare alcuna emissione<sup>(342)</sup>.

Fermo quanto precede, si deve però rilevare che la questione sin qui affrontata, ad oggi, non sembra avere una consistente rilevanza pratica, perché ognuna delle ventitré emissioni di SFP prevede “condizioni dell’emissione” - che devono inevitabilmente essere indicate nello statuto - fatte “su misura”, nella maggior parte dei casi frutto di trattative individuali con i sottoscrittori. Peraltro, anche nei caso in cui la disciplina dell’emissione non pare essere stata “negoziata” con gli strumentisti (e si fa riferimento al caso delle emissioni destinati ai dipendenti e collaboratori, oppure al pubblico)<sup>(343)</sup>, la stessa si rivela alquanto dettagliata.

Di conseguenza, in tutti questi casi la disciplina statutaria dell’emissione non necessita di essere ulteriormente “precisata” e, peraltro, in alcuni casi non pare neppure necessario individuare un diverso organo competente a darvi esecuzione tramite la concreta assegnazione degli SFP<sup>(344)</sup>.

Quando tale necessità di presenta, nella quasi totalità dei casi esaminati la competenza viene espressamente affidata all’organo amministrativo: ciò pare coerente con la natura dell’attività (appunto, “esecutiva”) da compiere. In particolare, si riscontra l’utilizzo di una delega in favore del C.d.A. analoga a quella in materia di aumento di capitale e, quindi, con la fissazione di un importo massimo ed un termine entro il quale esercitarla, ma con discrezionalità circa i tempi e l’effettiva entità dell’emissione.

Solo in un caso si è ravvisata una “delega” dello statuto all’assemblea ordinaria per l’assegnazione degli SFP, ma senza che per questo l’assemblea ordinaria sia stata investita di competenze

---

<sup>(341)</sup> Rischio evidenziato da G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, cit. (*supra*, nt. 153), 187.

<sup>(342)</sup> Sono di quest’opinione, se ben si comprende, anche M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub* art. 2346, cit. (*supra*, nt. 7), 235, i quali sembrano sostenere però anche che la clausola statutaria “incompleta” sarebbe invalida. M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 131 ritengono, invece, che una clausola siffatta sarebbe lecita, ma inutile.

<sup>(343)</sup> Si vedano: per la prima ipotesi, le emissioni effettuate da Business Integration Partners S.p.A. e Azimut Holding S.p.A.; per la seconda ipotesi, quella effettuata da Intek Group S.p.A.

<sup>(344)</sup> Cfr., ad esempio, i casi di Sesto Immobiliare S.p.A., Accadiesse S.p.A., Mednav S.p.A.

“discrezionali” circa le condizioni dell’emissione (e ciò peraltro con riferimento solo ad una delle due categorie di SFP, posto che per l’altra categoria la delega è andata in favore del C.d.A.)<sup>(345)</sup>.

## 8.- Il regime di circolazione.

Il regime di circolazione degli SFP sembra assumere, nel pensiero di alcuni commentatori, una valenza quasi di qualificazione della fattispecie. Ad esempio, sembra che secondo un Autore gli SFP dovrebbero sempre presentare “*carattere di serialità*”, posto che gli stessi rientrerebbero sempre nella nozione di “strumento finanziario” di cui all’art. 1 del T.U.I.F., sicché dovrebbero necessariamente essere connotati da un carattere di negoziabilità<sup>(346)</sup>. Per altri, invece, gli SFP non potrebbero mai essere emessi come titoli in serie e, al più, potrebbero circolare secondo il meccanismo ordinario della cessione del contratto<sup>(347)</sup>.

Sul punto, invero, il dato normativo (ossia l’ultima parte dell’art. 2346, co. VI, cod. civ.) conferma solamente l’astratta possibilità che gli SFP possano circolare. Infatti, la previsione per cui lo statuto debba stabilire “*se ammessa, la legge di circolazione*” lascia dei dubbi su quale sia il regime di *default* in proposito, ossia se la possibilità di circolazione debba necessariamente essere consentita dallo statuto oppure se, al contrario, gli SFP siano di per sé suscettibili di circolare e lo statuto possa porvi dei limiti, in alternativa alla previsione di una specifica “legge di circolazione”.

Ciò che sembra certo, dunque, è solo che gli SFP non debbano necessariamente essere trasferibili, né incorporati in titoli di credito, né emessi in serie<sup>(348)</sup>.

Di conseguenza, è del tutto condivisibile l’osservazione per cui è “*a maggior ragione si potranno prevedere limitazioni alla circolazione*” degli SFP, anche sottoponendone il trasferimento a particolari

---

<sup>(345)</sup> Si fa riferimento a Castello SGR S.p.A.

<sup>(346)</sup> A. STAGNO D’ALCONTRES, *sub art. 2346, cit. (supra, nt. 163), 263*. Per il rapporto tra gli SFP e la nozione di “strumento finanziario” di cui al T.U.I.F. si rinvia all’introduzione del presente lavoro, alle note 28 e ss. e al testo corrispondente.

<sup>(347)</sup> G. VISENTINI, *Diritto commerciale. La società per azioni*, Padova, 2012, 238. A commento proprio di questo volume, G.D. MOSCO, *La raccolta dei capitali in un nuovo Manuale sulla società per azioni*, in *Società*, 2013, 814 ss., in part. a p. 816, esprime delle riserve sulla validità generale della tesi di Visentini, ritenendola invece condivisibile con riferimento agli “*strumenti irredimibili*”, rispetto ai quali il rischio “*si presenta infatti pari o superiore rispetto a quello delle stesse azioni*”, il che sarebbe “*in contraddizione [...] con i principi di circolazione e di tutela del risparmio che escludono la stessa possibilità di una negoziazione nel mercato dei capitali*”.

<sup>(348)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, *cit. (supra, nt. 173), 63 ss.* Nello stesso senso, M. LIBERTINI - A. MIRONI - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art. 2346, cit. (supra, nt. 7), 221*.

condizioni o subordinandola al gradimento, anche mero, di organi sociali o di soci, così come a clausole di prelazione <sup>(349)</sup>.

Alla luce del campione di statuti esaminato, si può affermare che la prassi sia orientata nel senso di prevedere la trasferibilità degli SFP, l'emissione di titoli di credito o almeno di documenti di legittimazione, nonché una serie di limiti alla circolazione dei titoli piuttosto stringenti. La “legge di circolazione”, dunque, è spesso molto articolata.

Meritano inoltre segnalazione i casi di Business Integration Partners S.p.A. Azimut Holding S.p.A., perché i relativi statuti escludono del tutto la possibilità di circolazione degli SFP; in entrambi i casi la previsione si giustifica con il fatto che le emissioni erano destinate ai dipendenti e collaboratori delle società emittenti (o, nel caso di Azimut, di altre società del gruppo). Si pone all'estremo opposto l'emissione effettuata da Intek Group S.p.A., posto che i relativi SFP (i quali, come si è già detto, di fatto realizzano *voting bonds*) sono incorporati in titoli dematerializzati e quotati sul MTO di Borsa Italiana.

Si segnala, infine, il caso di Lediberg S.p.A., il cui statuto prevede l'attribuzione agli SFP del c.d. diritto di covendita rispetto al trasferimento delle azioni da parte di un socio. E' interessante notare che la decisione sull'esercizio del diritto di covendita sarebbe assunta in via collegiale, tramite una decisione dall'assemblea speciale degli SFP. Inoltre, per il caso di mancato esercizio del diritto di covendita da parte degli strumentisti, si prevede che sorga in capo al socio il c.d. diritto di trascinarsi avente ad oggetto gli stessi SFP.

Ciò posto, rimane aperta la questione di quale sia il regime di circolazione *ex lege* degli SFP, rilevante per il caso in cui una delibera di emissione (e, conseguentemente, lo statuto e il regolamento di emissione) tacesse sul punto.

In proposito si afferma che, in mancanza di previsioni statutarie, gli SFP sarebbero trasferibili “solo nel rispetto delle norme civilistiche sulla cessione del contratto (da ritenersi ovviamente stipulato con la società in quanto tale)” <sup>(350)</sup>. Tale soluzione appare ragionevole, considerando peraltro che in dottrina anche chi ha sottolineato come la “fonte negoziale” degli SFP sia il contratto sociale, ha poi

---

<sup>(349)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 64.

<sup>(350)</sup> M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art. 2346, cit. (supra, nt. 7)*, 221, in part. alla nt. 90. F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., cit. (supra, nt. 307)*, 68, ritiene invece che “non sembra discutibile che gli strumenti finanziari siano normalmente rappresentati da titoli di credito”, anche se l'affermazione non pare ulteriormente motivata.

precisato che nulla vieta che tra il sottoscrittore di SFP e la società decorra anche un ulteriore accordo, collegato al contratto sociale <sup>(351)</sup>.

In ogni caso, come si è visto, la prassi operativa degli SFP supera la questione, visto che in tutte le emissioni esaminate è stata prevista espressamente una “legge di circolazione” degli SFP.

### **9.- La convertibilità degli SFP in azioni.**

L’osservazione della prassi applicativa degli SFP indica che tra gli operatori vi è un certo interesse per la possibilità di prevedere la convertibilità degli SFP in azioni <sup>(352)</sup>. Una previsione in questo senso è contenuta in quasi un terzo degli statuti esaminati: in particolare, in sette statuti su ventitré, con la precisazione che in uno di questi casi gli SFP sono emessi dalla società *holding* e sono suscettibili di conversione in azioni della società controllata <sup>(353)</sup>. In un caso peculiare, poi, si prevede che gli stessi SFP (convertibili in azioni senza diritto di voto) potrebbero essere a loro volta emessi a seguito della conversione di altri titoli “atipici”, denominati “*contingent convertible notes*” <sup>(354)</sup>.

Invero, la convertibilità degli SFP in azioni non è contemplata nel codice civile; tuttavia, anche il legislatore della riforma del diritto societario aveva intuito appieno la rilevanza del tema, tanto che la Relazione ministeriale al d.lgs. n. 6/2003 (al par. 3.4) si legge che con il nuovo istituto “*si apre [...] un ampio spazio per l’autonomia statutaria per definire i diritti spettanti ai possessori dei suddetti strumenti finanziari, i quali potranno essere i più vari e comprendere pertanto anche il diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in partecipazioni azionarie*”.

Come evidenziato in dottrina, a fronte della previsione della convertibilità degli SFP in azioni si rende ovviamente necessaria la contestuale delibera di un aumento di capitale. Ne consegue l’operatività dell’art. 2441 cod. civ. in tema di diritto d’opzione in favore degli azionisti, dalla

---

<sup>(351)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 84-85 e in part. nt. 83.

<sup>(352)</sup> Peraltro, anche l’unico precedente giurisprudenziale noto in materia verte su una controversia riguardante proprio la convertibilità degli SFP in azioni dell’emittente (e in particolare in merito alla sussistenza, nel caso di specie, dei relativi presupposti, non essendovi state in tal sede contestazioni circa la validità della previsione statutaria in sé considerata); si fa riferimento a Trib. Milano (ord.), sez. Impresa B, 5 ottobre 2015, G. dott.ssa A Dal Moro, inedita.

<sup>(353)</sup> Il riferimento corre a Ferretti Holding S.p.A.

<sup>(354)</sup> E’ il caso di Midco S.p.A., società costituita nell’ambito dell’operazione di salvataggio di Alitalia S.p.A.

quale si dovrebbe desumere la necessità di offrire gli stessi SFP in opzione agli azionisti <sup>(355)</sup>. Peraltro, gli ampi margini di esclusione del diritto di opzione consentiti dall'attuale formulazione della norma conducono a ridurre la portata di tale conseguenza.

Inoltre, pare ragionevole la ritenuta applicazione analogica dell'art. 2420-*bis* cod. civ., dettato come noto, in materia di obbligazioni convertibili <sup>(356)</sup>. Peraltro, il campione di emissioni esaminato conferma che la previsione della convertibilità degli SFP in azioni è solitamente accompagnata da una disciplina statutaria dettagliata, che di fatto rende non necessario il ricorso all'applicazione analogica di tale norma.

### **10.-I diritti amministrativi.**

Il tema dell'attribuibilità di diritti amministrativi agli SFP si può scomporre - per semplicità - in due questioni: la prima attiene a quali e quanti diritti amministrativi *diversi dal diritto di voto* possano essere assegnati agli strumentisti; la seconda riguarda invece proprio il *diritto di voto*.

Vi è poi un altro tema, parallelo al precedente: se agli SFP spetti *ex lege* una qualche prerogativa amministrativa. In proposito occorre, anzitutto, prendere atto che sia l'art. 2346, co. VI, cod. civ., sia l'art. 2349, co. II, cod. civ., sia ancora l'art. 2351, co. V, cod. civ. postulano espressamente che la spettanza di diritti (di ogni natura) agli SFP dipenda direttamente da una previsione statutaria in tal senso.

Si annoverano due eccezioni a tale silenzio normativo, nel senso che vi sono due norme che attribuiscono direttamente agli SFP delle prerogative di natura amministrativa. Si deve premettere sin d'ora, però, che in entrambi i casi pare trattarsi, per un verso, di strumenti essenzialmente volti alla mera "protezione" degli SFP, e, per altro verso, di disposizioni applicabili esclusivamente "a valle" della attribuzione agli SFP stessi di diritti amministrativi. Il riferimento corre, in particolare, (i) all'art. 2506-*ter*, co. IV, cod. civ., il quale investe gli SFP "*che danno diritto di voto nelle società partecipanti alla scissione*" (e in particolare a ciascuno degli strumentisti, non solo alla maggioranza degli stessi) del potere di impedire - negando il proprio consenso a - che nell'ambito di un'operazione di scissione si possa esonerare l'organo amministrativo dalla predisposizione di certi documenti (indicati nei commi precedenti dello stesso articolo) e (ii) all'art. 2376 cod. civ., il

---

<sup>(355)</sup> Così F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit. (*supra*, nt. 307), 70.

<sup>(356)</sup> V. ancora F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit. (*supra*, nt. 307), 70.

quale stabilisce che il meccanismo delle assemblee speciali si applica agli SFP che siano muniti di diritti amministrativi.

Al netto del fatto che, molto probabilmente, l'art. 2506-ter, co. IV, cod. civ. si applica esclusivamente agli strumenti finanziari emessi da società cooperative, e non agli SFP di cui quindi si discorre in questa sede <sup>(357)</sup>, si tratta in ogni caso di prerogative amministrative sì *ex lege*, ma “di secondo livello”, tant'è vero che persino un'opinione notarile <sup>(358)</sup> che estende l'ambito applicativo dell'art. 2376 cod. civ. agli SFP dotati di diritti patrimoniali (sicché non sarebbero dunque solo gli SFP dotati di diritti amministrativi a potersi costituire in assemblea speciale), limita pur sempre l'estensione a SFP ai quali l'autonomia statutaria abbia già attribuito alcune prerogative “partecipative”.

Pare, quindi, di dover concludere che gli SFP possano essere titolari di prerogative amministrative (ma lo stesso vale anche, ed anzi a maggior ragione per quelle patrimoniali) esclusivamente in conseguenza di una scelta statutaria in tal senso <sup>(359)</sup>.

#### 10.1.- Le prerogative amministrative diverse dal diritto di voto.

Il primo dei due profili sopra indicati, concernenti l'attribuzione agli SFP di diritti amministrativi diversi dal diritto di voto, non è (o, comunque, non pare che dovrebbe essere) fonte di particolari incertezze, perché, salvo isolate voci contrarie <sup>(360)</sup>, si ritiene comunemente che gli SFP possano essere dotati per via statutaria di tutti e ciascuno i diritti ordinariamente propri dei soci <sup>(361)</sup>, nonché di eventuali altri e diversi “diritti amministrativi”, con tale locuzione intendendosi, secondo alcuni, un insieme di posizioni giuridiche che non costituirebbero una “*classe predefinita*”,

---

<sup>(357)</sup> E' la tesi di M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 95. *Contra*, F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, *cit. (supra, nt. 307)*, 58.

<sup>(358)</sup> Cfr. la Massima H.J.3, *Strumenti finanziari e assemblee speciali*, del settembre 2004, elaborata dal Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, riportata in A. BUSANI, *Massimario delle operazioni societarie*, *cit. (supra, nt. 27)*, 939.

<sup>(359)</sup> Quando F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, *cit. (supra, nt. 307)*, 54, ravvisa “*particolari difficoltà*” rispetto al tema dei diritti amministrativi c.d. minori degli SFP, stante “*la mancanza del diritto di voto*”, al quale i diritti “minori” si dovrebbero accompagnare, pare fare in realtà riferimento propria alla questione della spettanza *ex lege* di tali prerogative.

<sup>(360)</sup> Cfr. A. LOLLÌ, *Gli strumenti finanziari. Commento agli artt. 2346-2354*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 190 *ss.*, 204, il quale ritiene “*assai arduo*” determinare quali siano i diritti amministrativi conferibili agli SFP.

<sup>(361)</sup> A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2346*, *cit. (supra, nt. 163)*, 266, il quale poi, però, afferma anche che solo questi diritti (*i.e.* quelli che solitamente competono ai soci) sarebbero attribuibili agli strumentisti.

ma sarebbero piuttosto accomunate dalla loro “*non patrimonialità*” <sup>(362)</sup>. La correttezza di questa conclusione pare confermata anche dalla Relazione ministeriale al d.lgs. n. 6/2003, ove si legge che gli SFP “*possono conferire [appunto] tutti i diritti partecipativi escluso quello del diritto di voto nell’assemblea generale degli azionisti*”.

Posto che, come anticipato, il diritto di voto merita separate riflessioni, tali posizioni giuridiche si risolveranno principalmente in diritti di controllo sull’attività sociale o, al più, di “reazione” rispetto a particolari circostanze afferenti la vita della società.

Nel campione di emissioni di SFP esaminato, il più ricorrente tra i diritti assegnati agli strumentisti è quello di prendere visione dei (o in alcuni casi ricevere in comunicazione i) documenti depositati presso la sede sociale a beneficio dei soci in vista di una riunione dell’assemblea degli azionisti. Si noti, peraltro, che si tratta di una prerogativa solitamente riconosciuta in via generale, ossia a prescindere dalla materia in discussione, rientrando o meno tra quelle rispetto alle quali gli SFP possano esprimere il proprio orientamento (consultivo o vincolante che sia) <sup>(363)</sup>, nonché a prescindere - e solitamente, anzi, in assenza - di un diritto degli SFP a prendere parte all’assemblea dei soci stessa <sup>(364)</sup>. Talvolta si rinviene l’espressa attribuzione agli SFP di diritti di informazione “*identici a quelli spettanti ai soci*” <sup>(365)</sup>. Costituisce un’ulteriore forma di controllo sovente attribuita agli strumentisti, poi, la previsione della facoltà di nominare, mediante una votazione in assemblea speciale, un rappresentante comune il quale possa prendere parte, come “osservatore”, alle sedute dell’assemblea dei soci <sup>(366)</sup>.

In talune ipotesi gli SFP vengono investiti anche del potere di impugnare le delibere assembleari invalide (s’intende, annullabili, non occorrendo una previsione statutaria per la legittimazione

---

<sup>(362)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (*supra*, nt. 142), 59.

<sup>(363)</sup> Nel caso di Carlo Tassara S.p.A., tuttavia, il diritto degli strumentisti di avere accesso ai documenti resi disponibili ai soci prima delle assemblee estende solo alle assemblee convocate su materie di competenza (anche) dell’assemblea speciale degli SFP.

<sup>(364)</sup> Si vedano, per esempio, gli statuti di Business Integration Partners S.p.A., Ferretti Holding S.p.A. e Maccorp S.p.A.

<sup>(365)</sup> Cfr. lo statuto di Sesto Immobiliare S.p.A. e di Dicembre 2007 S.p.A.

<sup>(366)</sup> Ciò è previsto, ad esempio, in Carlo Tassara S.p.A., Accadiesse S.p.A. e Panini S.p.A. Nello statuto di Euromilano S.p.A. si riscontra una previsione simile, in cui gli SFP possono nominare un “uditore” nelle assemblee dei soci.

all'azione di accertamento di una loro eventuale nullità)<sup>(367)</sup>; in un caso la legittimazione si estende anche all'impugnazione delle delibere del Consiglio di Amministrazione<sup>(368)</sup>.

Sempre con riguardo agli strumenti di tutela, va menzionata anche la previsione, in un caso, del diritto di proporre l'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori<sup>(369)</sup>.

Per completezza, si segnala infine l'emissione di Azimut Holding S.p.A. (effettuata in favore di dipendenti e promotori finanziari del gruppo), che rappresenta l'unico caso riscontrato in cui si esclude l'attribuzione di ogni diritto amministrativo, così come la (conseguente) costituzione degli SFP in assemblea speciale.

## 10.2.- Il diritto di voto.

Il secondo aspetto sopra menzionato, riguardante l'attribuibilità agli SFP del diritto di voto, costituisce invece, probabilmente, il nodo più problematico nell'intera disciplina dell'istituto in esame. Invero, l'impressione è che ciò sia diretta conseguenza del fatto che l'ampiezza e il possibile grado di incisività del diritto di voto che si ritenga di riconoscere in capo agli SFP sono la "traduzione", sul piano della disciplina, della concezione che si accoglie della fattispecie normativa in questione (argomento, quest'ultimo, ampiamente trattato nel cap. 2 del presente lavoro).

La questione di fondo da affrontare per stabilire quale sia la "dimensione" del diritto di voto attribuibile agli SFP, infatti, è essenzialmente se il legislatore abbia inteso rendere possibile la partecipazione degli strumentisti al *governo* della società, oppure consentire agli strumentisti solo di esercitare un *controllo*, per quanto pervasivo, sull'attività degli amministratori e dei soci. Nel primo caso, gli SFP potrebbero essere muniti del diritto di concorrere con gli azionisti alla *gestione* sociale, mentre nel secondo caso i diritti loro attribuibili dovrebbero essere rivolti a consentire solo una *vigilanza* su tale gestione sociale e, quindi, anche il diritto di voto dovrebbe essere "incanalato" in questa direzione. Si noti, peraltro, che la "gestione" a cui si fa qui riferimento non

---

<sup>(367)</sup> Si fa riferimento, ad esempio, a Accadiesse S.p.A., Maccorp S.p.A. e Sesto Immobiliare S.p.A.

<sup>(368)</sup> Cfr. i casi di Maccorp S.p.A. e Sesto Immobiliare S.p.A.

<sup>(369)</sup> V. l'emissione di Sesto Immobiliare S.p.A.

è quella di pertinenza degli amministratori, ai sensi dell'art. 2380-*bis* cod. civ., quanto piuttosto la complessiva “direzione” e dell'attività sociale impressa dai soci <sup>(370)</sup>.

Sul tema, un Autore che ha dedicato ampia attenzione all'argomento ha ritenuto di ravvisare nella legge la “*tendenza ad arginare la partecipazione degli investitori non soci*” alla gestione sociale, posto che rimarrebbe “*impedito un deflusso particolarmente significativo dei poteri di governo al di fuori della cerchia di coloro che contribuiscono alla formazione del capitale sociale*” <sup>(371)</sup>. A tale conclusione si dovrebbe pervenire, per un verso, in considerazione del fatto che l'art. 2346, co. VI, cod. civ. esclude la possibilità che gli SFP siano titolati al “*voto nell'assemblea generale degli azionisti?*”, nonché, per altro verso, alla luce della circostanza per cui l'art. 2351, co. V, cod. civ. contempla la possibilità di attribuire agli SFP il diritto di voto (solo) “*su argomenti specificamente indicati?*”. Da quest'ultima disposizione si dovrebbe desumere, infatti, un'implicita volontà normativa di mantenere l'indicazione degli argomenti sui quali gli SFP possano votare “*entro stretti vincoli di specificità?*”, pertanto la “*compartecipazione dei possessori strumenti finanziari*” rimarrebbe “*inevitabilmente occasionale, sicché [si afferma che] non sembra sia mai finalizzabile ad un reale cogoverno dell'ente?*” <sup>(372)</sup>.

Esprimendo un'opinione ancor più rigida, altri affermano che “[l]a riforma del diritto societario [...] non sembra essersi spinta sino al punto di consentire alla società per azioni di attribuire il voto in senso proprio in nessuna circostanza ai possessori di strumenti finanziari diversi dalle azioni, nemmeno di strumenti finanziari ‘partecipativi’” <sup>(373)</sup>. Tale posizione, in particolare, risulta fondata sull'inciso contenuto nell'art. 2346, ult. co., cod. civ. secondo il quale non è attribuibile agli SFP il “*voto nell'assemblea generale degli azionisti?*”, ritenuto addirittura “*perentorio?*” nell'escludere che gli strumentisti possano prendere

---

<sup>(370)</sup> Fermo quanto detto nel testo, occorre poi tener presente che lo statuto può rimettere ai soci, *ex art.* 2364, co. I, n. 5, cod. civ., anche l'autorizzazione al compimento di atti propriamente gestori, sicché rispetto alla relativa decisione assembleare ben potrebbe essere prevista anche una partecipazione dei portatori di SFP. Si tratta, peraltro, di un *modus operandi* utilizzato nella prassi, come notato anche da A. BUSANI - M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, *cit.* (*supra*, nt. 8), 928. Pare costituire un “caso limite” - rispetto al quale si potrebbero nutrire dubbi - quello in cui gli strumentisti hanno il diritto di essere informati sulla convocazione del C.d.A. e sul relativo ordine del giorno se le decisioni da assumere in tal sede siano di valore superiore a certe soglie, con l'ulteriore diritto di chiedere che la relativa decisione sia preventivamente approvata dall'assemblea dei soci e, quindi, anche dall'assemblea speciale degli SFP (si fa riferimento ad una condizione dell'emissione di SFP effettuata da Maccorp Italiana S.p.A.).

<sup>(371)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, *cit.* (*supra*, nt. 142), 38.

<sup>(372)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, *cit.* (*supra*, nt. 142), 41-42.

<sup>(373)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 94.

parte all'assemblea dei soci <sup>(374)</sup>, dovendosi perciò concludere, secondo alcuni, che il voto sia espresso in assemblea speciale <sup>(375)</sup>.

Al contempo, però, è proprio uno degli Autori da ultimo citati a riconoscere che la lettura proposta “*non può essere data per pacifica*” <sup>(376)</sup>. Tant'è vero che non sono mancate opinioni di segno opposto, come quella di chi ha ravvisato nell'art. 2351, co. V, cod. civ., una “deroga” all'art. 2346, co. VI, cod. civ., tale da consentire che il voto sui “particolari argomenti” possa essere esercitato proprio nell'assemblea dei soci; ciò sulla scorta della considerazione per cui il voto nell'assemblea speciale “è attribuito dalla legge [e il riferimento, implicito, corre ovviamente all'art. 2376 cod. civ.], non dallo Statuto”, mentre l'art. 2351 cod. civ. avrebbe proprio la finalità di “*rafforzare le chance dell'impresa sociale attraverso la possibilità di dare posizioni appetibili a chi dà apporti importanti, ma non qualificabili come conferimenti in senso tradizionale*” <sup>(377)</sup>. In altri termini, secondo quest'ultima ricostruzione l'art. 2351, co. V, cod. civ. produrrebbe una vera e propria rottura del “monopolio” degli azionisti sui diritti funzionali al governo della società, *in primis* sul diritto di voto <sup>(378)</sup>.

Peraltro, un'ulteriore - e condivisibile - rilievo critico rispetto alla prima tesi sopra prospettata (la quale, come detto, individua nell'assemblea speciale la sede di esercizio dei diritti di voto assegnati agli strumentisti) consiste nel fatto che essa rischia di condurre a risultati incongrui, perché si giungerebbe, di fatto, a riconoscere agli SFP un vero e proprio diritto di veto su tutte le decisioni assembleari vertenti sugli argomenti che fossero “specificamente indicati” ai fini dell'art. 2351, ult. co., cod. civ. Per questa ragione, alcuni hanno reputato che l’“*unica soluzione possibile, per quanto certamente non soddisfacente*”, sarebbe di ammettere gli SFP a votare direttamente nell'assemblea degli azionisti <sup>(379)</sup>.

---

<sup>(374)</sup> Ancora M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 94.

<sup>(375)</sup> A. ZOPPINI, *Due note in tema di interesse sociale e finanziamento delle società per azioni*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 275 ss., in part. a p. 280.

<sup>(376)</sup> Nuovamente M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 94. *Contra*, ossia nel senso di ritenere ammissibile una “interpretazione estensiva” dell'art. 2351 cod. civ., L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, *cit.* (*supra*, nt. 39), 179-180.

<sup>(377)</sup> M. LIBERTINI, *Riflessioni generali al tema del “Finanziamento dell'impresa societaria”*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 249 ss., in part. a p. 253.

<sup>(378)</sup> Si esprime in termini analoghi M. SAGLIOCCA, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, *cit.* (*supra*, nt. 300), 329.

<sup>(379)</sup> 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., in part. a p. 264. In proposito M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art.* 2346, *cit.* (*supra*, nt. 7), 228 notano che, a fronte dell'attribuzione agli SFP di un diritto di

Invero, è stata prospettata anche un'ulteriore eventualità, individuata proprio quale “terza via” rispetto all'assemblea generale (stante il divieto posto dall'art. 2346, co. VI, cod. civ.) e a quella speciale (per scongiurare la realizzazione di un potere di veto); tale via alternativa è quella di un'assemblea “settoriale”, o “di categoria”, diversa dall'assemblea speciale *ex art. 2376 cod. civ.* <sup>(380)</sup>.

Sul punto, alcuni commentatori si limitano a sottolineare che l'assemblea di “categoria” debba essere un “*contesto diverso*” dall'assemblea dei soci, lasciando anche intendere che non sarebbe poi particolarmente rilevante se tale diverso contesto costituisca un'assemblea speciale *ex art. 2376 cod. civ.*, o meno, essendo rimessa la relativa scelta allo statuto <sup>(381)</sup>. Alcuni Autori, però, opportunamente distinguono tra il caso in cui l'autonomia statutaria decida di collocare il diritto di voto presso l'assemblea speciale e quello, diverso, in cui si preveda che tale prerogativa debba essere esercitata in un'assemblea “diversa” <sup>(382)</sup>; nella prima ipotesi, infatti, si verifica un ampliamento del catalogo di “*deliberazioni a tutela degli interessi di categoria*” <sup>(383)</sup>, mentre solo nella seconda ipotesi pare di potersi ravvisare una vera forma “*di partecipazione attiva al governo della società per azioni che esul[la] dalla concessione di un mero diritto di veto*” <sup>(384)</sup>.

Almeno in astratto, la diversità tra l'assemblea speciale e l'assemblea “settoriale” dovrebbe dipendere quantomeno da due aspetti: da un lato, i *quorum* per l'assunzione delle relative delibere; dall'altro lato, il meccanismo di raccordo tra questo consesso e l'assemblea dei soci. Sotto entrambi i profili, infatti, l'assemblea “settoriale” potrebbe ben discostarsi dal modello dell'assemblea speciale, la quale delibera secondo le maggioranze dell'assemblea straordinaria e le cui decisioni (favorevoli) costituiscono condizione di efficacia delle delibere assunte dagli

---

voto da esercitare in assemblea speciale *ex art. 2376 cod. civ.*, “*il potere di partecipazione così attribuito sarebbe ancora più forte di quello che può derivare da una partecipazione all'assemblea generale: sostanzialmente diverrebbe un diritto di veto [...] e il risultato interpretativo diverrebbe sistematicamente incoerente*”.

<sup>(380)</sup> La soluzione è prospettata da M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 98 e, con maggior enfasi, da M. SAGLIOCCA, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, *cit.* (*supra*, nt. 300), 336. V. anche A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2351, cit.* (*supra*, nt. 163), 313.

<sup>(381)</sup> Ferma restando, poi, la possibilità che non ricorrano neppure i presupposti per la costituzione in assemblea degli strumentisti, ad esempio quando vi sia un solo SFP. Sembra paragonabile a questa situazione anche il caso in cui l'emissione preveda più “categorie” (anche se tali non sono in senso proprio) di SFP, ciascuna di queste costituita da un unico SFP.

<sup>(382)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 97-98.

<sup>(383)</sup> Ancora M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 97.

<sup>(384)</sup> L'espressione citata è di M. SAGLIOCCA, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, *cit.* (*supra*, nt. 300), 334.

azionisti. Si tratta, all'evidenza, di elementi di disciplina che dovrebbero essere necessariamente previsti in statuto.

L'osservazione della prassi applicativa degli SFP lascia trasparire (o almeno questa è l'impressione) l'incertezza che contrassegna la questione qui in esame. Nel campione di emissioni esaminato, infatti, su ventitré emissioni di SFP, solamente in due ipotesi si è ravvisata l'attribuzione di un diritto di voto esercitabile al di fuori dell'assemblea speciale *ex art. 2376 cod. civ.*; in tutti e due i casi la sede prescelta è stata l'assemblea dei soci <sup>(385)</sup>. Peraltro il voto si riferisce, in entrambi gli statuti, alle sole decisioni inerenti la nomina dell'amministratore designato dagli strumentisti <sup>(386)</sup>.

Di converso, risulta molto frequente l'ampliamento - anche significativo - delle materie sulle quali è chiamata a deliberare l'assemblea speciale degli strumentisti, solitamente secondo maggioranze fissate in statuto, ma comunque sempre con l'assunzione di decisioni condizionanti l'efficacia di delibere dell'assemblea dei soci. In proposito, le materie più ricorrenti sono quelle che, in base ad una valutazione astratta, parrebbero potersi atteggiare come pregiudizievoli per gli SFP; si ha invero la sensazione che l'obiettivo perseguito a tal proposito sia quello di ampliare l'ambito applicativo dell'*art. 2376 cod. civ.* per cancellare ogni incertezza circa la necessità o meno, nel caso concreto, dell'approvazione dell'assemblea speciale in conseguenza della natura pregiudizievole della delibera dell'assemblea dei soci, consentendo di evitare di dover effettuare una valutazione circa l'effettiva natura pregiudizievole della delibera di volta in volta in questione.

Così, ad esempio, l'assenso da parte dell'assemblea speciale degli SFP viene richiesto rispetto a tutte le modifiche del regolamento che disciplina la loro emissione (a prescindere, quindi, dal loro carattere pregiudizievole) <sup>(387)</sup>.

In vari casi la previsione è rivolta ad evitare la diluizione dei diritti degli SFP, estendendo il meccanismo di cui all'*art. 2376 cod. civ.* anche a delibere di aumento di capitale, emissione di obbligazioni convertibili o di nuovi SFP (talvolta si precisa che deve trattarsi di SFP di patrimonio

---

<sup>(385)</sup> Si tratta delle emissioni di Sesto Immobiliare S.p.A. e Intek Group S.p.A.

<sup>(386)</sup> Nel caso di Intek Group S.p.A. la previsione statutaria di riferimento avrebbe potuto (forse) essere interpretata nel senso di estendere il diritto di voto degli SFP anche al tema del compenso di tutti gli amministratori (e non solo al tema del compenso dell'amministratore di designazione degli strumentisti), ma ciò in presenza di un meccanismo di partecipazione degli amministratori agli utili della società.

<sup>(387)</sup> V. ad es. Business Integration Partners S.p.A., Maccorp Italiana S.p.A., Seves Holding S.p.A.; si tratta comunque di una clausola ricorrente nella gran parte degli statuti esaminati.

netto <sup>(388)</sup> o definibili come “*strumenti di equity*” <sup>(389)</sup>. In altre emissioni, il diritto di veto è volto a garantire non solo il mantenimento dei diritti patrimoniali degli SFP, ma anche il loro effettivo soddisfacimento, applicandosi ad esempio alle decisioni di non distribuire utili <sup>(390)</sup>.

Spesso, poi, lo strumento di tutela in questione viene reso applicabile alle operazioni straordinarie, nonché, in certi casi, alle delibere assembleari che comportino una modifica dell'oggetto sociale <sup>(391)</sup>.

Si è inoltre già accennato al fatto che talvolta, nel caso di emissione di SFP da parte di società *holding*, la partecipazione detenuta nella società operativa viene trattata alla stregua di un mezzo di garanzia dei diritti patrimoniali attribuiti agli SFP <sup>(392)</sup>; ebbene, in questi casi il veto si applica spesso anche alla decisione di cessione della partecipazione nella società operativa <sup>(393)</sup>.

E' interessante notare, poi, che in certi casi l'assemblea speciale diviene anche la sede per assumere, a maggioranza, le decisioni sull'esercizio di prerogative quale il diritto di covendita rispetto a trasferimenti di azioni <sup>(394)</sup>.

In conclusione, si può rilevare che la prassi (quantomeno quella osservata nel campione di emissioni esaminato) ha ad oggi privilegiato un ampliamento dell'ambito applicativo del mezzo di tutela fornito dall'art. 2376 cod. civ., piuttosto che fare ricorso alla facoltà, concessa dall'art. 2351, co. V, cod. civ., di attribuire agli SFP un vero e proprio diritto di voto, da intendersi quale strumento di compartecipazione alla gestione sociale (intesa in senso ampio, non quindi nel senso dell'art. 2380-*bis* cod. civ.). Non si è rilevato, infatti, nemmeno un caso in gli SFP possano *concorrere* con i soci all'assunzione di decisioni afferenti la vita della società, mentre, come detto, è frequente la previsione di un meccanismo secondo il quale l'assemblea dei soci e quella degli strumentisti deliberano separatamente e la seconda esprime sostanzialmente un veto rispetto alla decisione della prima (talvolta preventivo, talvolta successivo, a seconda delle previsioni statutarie).

---

<sup>(388)</sup> Cfr. Pmissione di Ferretti Holding S.p.A.

<sup>(389)</sup> Cfr. Pmissione di Sesto Immobiliare S.p.A.

<sup>(390)</sup> V. ancora lo statuto di Sesto Immobiliare S.p.A.

<sup>(391)</sup> V. ad es. Pmissione di Dicembre 2007 S.p.A.

<sup>(392)</sup> Una puntale descrizione del meccanismo con il quale si realizzano tali operazioni si legge in A. ACCORNERO - C. ROBBIANO, *Strategie societarie per la ristrutturazione del debito bancario*, cit. (*supra*, nt. 292), 916 ss., in part. a p. 922.

<sup>(393)</sup> Cfr. il caso di Seves Holding S.p.A.

<sup>(394)</sup> Cfr. ad es. Pmissione di Lediberg S.p.A.

Si è già ricordato che, in effetti, una tesi interpretativa sembra escludere in radice la stessa possibilità di attribuire agli SFP un vero e proprio diritto di voto <sup>(395)</sup>. Tuttavia, in coerenza con il ragionamento svolto in conclusione del cap. 2 - laddove si è sostenuto che gli SFP, quali strumenti “di patrimonio netto”, si avvicinano alle azioni sia sotto il profilo della loro esposizione al rischio d’impresa <sup>(396)</sup>, sia per la loro possibile titolarità di poteri di incidenza sulla gestione sociale - si deve ribadire che il vero elemento di novità introdotto dagli SFP risiede nella estensione ai loro titolari di quelle prerogative che, in precedenza, erano di esclusiva pertinenza dei soci. Di conseguenza, sembra corretto ritenere che i diritti di voto cui fa riferimento l’art. 2351, co. V, cod. civ. si sostanzino, appunto, nella possibilità di “concorrere” con i soci nelle decisioni concernenti la gestione della società <sup>(397)</sup>. Di converso, sembra doversi escludere che tra il “profilo di rischio” dello strumento finanziario partecipativo in questione e le prerogative amministrative ad esso spettanti debba esservi un rapporto di proporzionalità <sup>(398)</sup>, perché, come si è già ricordato (v. *supra*, cap. 2), nell’attuale ordinamento il principio di necessaria correlazione tra rischio e potere - che costituisce il fondamento del c.d. divieto di patto leonino - può ritenersi soddisfatto ogniqualvolta il soggetto titolare di diritti amministrativi non sia al contempo creditore della società (s’intende, in virtù del medesimo del rapporto giuridico con la società).

Resta fermo, chiaramente, il limite oggettivo di esercizio del diritto di voto dipendente dal fatto che esso può riguardare solo “*argomenti specificamente indicati*”. Da ciò deriva, *in primis*, l’invalidità di clausole che attribuissero in via generalizzata agli SFP un potere di *voice* (che non sia quello di esprimere meri pareri non vincolanti) su tutte le materie di competenza, ad esempio, dell’assemblea straordinaria. Parimenti invalida sarebbe l’attribuzione agli SFP di poteri di ingerenza sulle delibere di approvazione del bilancio e di nomina e revoca delle cariche sociali (diverse da quelle di diretta designazione degli SFP; v. *infra*), in quanto la relativa precisione si porrebbe in contrasto con l’art. 2369, co. IV, cod. civ.

---

<sup>(395)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 94.

<sup>(396)</sup> Si veda il par. 6 *supra*, in materia di incidenza delle perdite sulla riserva formata con gli apporti degli SFP.

<sup>(397)</sup> In questo senso v. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, *cit.* (*supra*, nt. 142), 63.

<sup>(398)</sup> Sostiene questo principio, invece, M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, *cit.* (*supra*, nt. 143), 289, il quale afferma che “[e] da ritenere anzi che l’estensione dei diritti amministrativi o patrimoniali debba essere proporzionata al grado di rischio assunto con la sottoscrizione dello strumento finanziario ed alla durata dell’operazione di investimento”.

Inoltre, sempre da tale regola è possibile desumere il principio - secondo alcuni solo “implicito” nel sistema normativo <sup>(399)</sup> - per il quale l’orientamento espresso dagli strumentisti non può mai prevalere su quello dei soci. I commentatori convergono rispetto alla necessità di porre un limite al “peso” complessivo del voto spettante agli SFP; invero, secondo alcuni tale limite non sarebbe solo implicito, bensì discenderebbe anche dall’applicazione analogica dell’art. 2351 cod. civ. (che impedisce che il valore delle azioni a voto limitato superi la soglia della metà del capitale sociale) <sup>(400)</sup> o, per altri, dell’art. 2526 cod. civ. (che invece stabilisce che gli SFP emessi da società cooperative possano esprimere, nell’assemblea generale, più di un terzo dei voti esercitabili dai soci presenti o rappresentati in ciascuna assemblea) <sup>(401)</sup>. Essendo dubbia l’effettiva applicabilità analogica di entrambe le norme appena citate <sup>(402)</sup>, pare doversi confermare l’operatività del principio generale sopra accennato che vieta la “prevalenza” degli strumentisti rispetto ai soci,

---

<sup>(399)</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (*supra*, nt. 142), 74.

<sup>(400)</sup> La tesi è sostenuta da M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 95.

<sup>(401)</sup> In questo senso M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub* art. 2346, cit. (nt. 7 *supra*), 229, sulla scorta dell’osservazione per cui l’art. 2526 cod. civ. “*rimane pur sempre l’unica disposizione dettata in modo specifico per risolvere il problema in questione, con una soluzione che appare congrua anche per le società azionarie capitalistiche*”. Di contro, M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, cit. (*supra*, nt. 173), 95, ritengono che i titolari di SFP emessi da società cooperative siano in realtà veri e propri “soci”, sicché l’art. 2526 cod. civ. non potrebbe essere applicato analogicamente alla diversa fattispecie degli SFP emessi da società azionarie (per analoga opinione sugli strumenti finanziari emessi dalle cooperative, v. anche M. LAMANDINI, commento agli artt. 2526 e 2541, in P.G. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari (dir. da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2007, 203 *ss.*, in part. a p. 213). M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub* art. 2346, cit. (nt. 7 *supra*), 229, invece, contestano (in part. alla nt. 129) che gli SFP emessi da cooperative costituiscano una fattispecie diversa dagli SFP di cui all’art. 2346, co. VI, cod. civ., perché lo stesso art. 2526 cod. civ. prevede che gli strumenti finanziari delle cooperative siano emessi “*secondo la disciplina prevista per le società per azioni*”. Di contro, però, si può osservare che proprio questo rinvio normativo sembra confermare che la disciplina degli strumenti finanziari delle cooperative è mutuata dalle norme sulla s.p.a., salvo poi prevedere alcune disposizioni specifiche, suscettibili di derogare proprio il regime delle s.p.a. per “adattarlo” alla realtà delle cooperative: di conseguenza, se il rinvio consente di applicare alle cooperative norme dettate per le s.p.a., esso non consente l’operazione inversa, perché le norme specificamente dettate per le cooperative paiono, appunto, eccezioni al regime generale. Sul punto si può richiamare anche l’opinione di M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (*supra*, nt. 142), 73, secondo il quale l’art. 2526 cod. civ. sarebbe dettato per rispondere a finalità “*peculiari al tipo sociale*” delle cooperative, ossia per regolare una “*dialettica socio-cooperatore-terzo*”, che non si replica nelle s.p.a. In argomento v. anche R. COSTI, *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 117 *ss.*; G. RACUGNO, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, 559 *ss.*; M. BIGELLI - R. GENCO, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative: verso il mercato dei capitali?*, in *Società*, 2005, 852 *ss.*

<sup>(402)</sup> Rispetto all’art. 2526 cod. civ., v. quanto detto alla nota 401; rispetto all’art. 2351 cod. civ. l’ostacolo è posto dalla sua formulazione negativa, perché la norma ivi contenuta è volta a limitare la “sottrazione” del diritto di voto agli azionisti, mentre nel caso che occupa si fa questione di porre un “limite massimo” al voto degli strumentisti. L’argomento è sviluppato anche da M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (*supra*, nt. 142), 74.

allorché ai primi sia assegnato un diritto di voto su “*argomenti specificamente indicati*”. Si tratta, del resto, della medesima ragione per cui si afferma che sarebbe incongruo rimettere agli SFP un sostanziale diritto di veto sulle medesime decisioni.

E’ poi chiaro che, in quest’ottica, si potrebbe porre la complessa questione di definire il confine tra il possibile ambito di operatività del meccanismo protettivo di cui all’art. 2376 cod. civ. e il campo degli “*argomenti specificamente indicati*”, perché se una clausola stataria estendesse l’applicazione dell’art. 2376 cod. civ. ad un “argomento specificamente indicato”, si avrebbe un aggiramento del limite anzidetto, creando un potere di veto su un argomento rispetto al quale, invece, si sarebbe dovuto prevedere l’esercizio di un diritto di voto concorrente con quello degli azionisti, ma mai prevalente rispetto alla volontà di questi ultimi.

Per questa ragione, il diritto di voto attribuito agli SFP dovrà essere esercitato nella sede individuata per scelta statutaria, le uniche opzioni possibili essendo l’assemblea degli azionisti (soluzione che si potrebbe ritenere consentita interpretando l’art. 2351, co. V, cod. civ. quale deroga al principio generale dell’art. 2346, co. VI, cod. civ.) o una diversa assemblea “separata” degli strumentisti (che magari potrebbe anche essere definita “speciale” in statuto, ma che comunque dovrebbe operare secondo regole diverse da quelle poste dell’art. 2376 cod. civ., in modo tale da non realizzare un potere di “veto” sulle decisioni dei soci).

Rispetto alla partecipazione degli strumentisti ai lavori dell’assemblea dei soci, invero, si rinvencono nel sistema normativo indicazioni apparentemente contrastanti. Per un verso, infatti, si notano indici che depongono nel senso del superamento del principio per cui potrebbero esprimere il voto in assemblea solamente i soci; in questo senso viene in particolare in rilievo l’art. 1, co. 381, della legge 31 dicembre 2005, n. 266, che per le società partecipate in misura rilevante dallo Stato consente l’emissione di SFP dotati del diritto di voto “*nell’assemblea ordinaria e straordinaria*”<sup>(403)</sup>. Per altro verso, l’art. 26, co. VII, del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. Decreto Sviluppo *bis*), allorché ha introdotto la possibilità di emissione di SFP anche da parte di società a responsabilità limitata che si qualificano come “*start-up innovative*” o “*incubatori certificati*”, ha sancito che tali strumenti possano essere forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi “*escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis del codice civile*”. Si tratta, a ben vedere, di una disposizione che ricalca quella contenuta, per le s.p.a., nell’art. 2346,

---

<sup>(403)</sup> In questo senso M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub* art. 2346, *cit.* (nt. 7 *supra*), 228. Tali AA. ravvisano un altro indice conforme anche nell’art. 2526 cod. civ. (v. ancora la nota 401).

co. VI, cod. civ.; tuttavia, mentre l'art. 2346 cod. civ. viene poi “completato” dall'art. 2351, co. V, cod. civ., non vi è una norma analoga in materia di s.r.l. Questa pare una ragione sufficiente per concludere che, mentre nelle s.r.l. vi è un'esclusione assoluta degli SFP dalla possibilità di “concorrere” in senso proprio (*i.e.* con l'esercizio di un vero diritto di voto) con i soci nell'assunzione delle decisioni, il dato normativo per le s.p.a. è differente e giustifica, quindi, una conclusione diversa.

In conclusione, si deve ritenere indispensabile che lo statuto disciplini in positivo la sede e le modalità di esercizio del diritto di voto, definendo i termini in cui l'espressione di volontà degli SFP si debba combinare con il voto degli azionisti, fermo restando il limite del divieto anzidetto di prevalenza degli strumentisti sugli azionisti. In altri termini, per rendere “operativa” l'attribuzione del diritto di voto appare imprescindibile che, al momento dell'emissione degli SFP, lo statuto della società sia adeguatamente integrato in merito al luogo e alle modalità del suo esercizio<sup>(404)</sup>. In difetto di tale specificazioni (ossia qualora lo statuto si limitasse esclusivamente ad attribuire il diritto di voto su un argomento specificamente indicato, senza ulteriori precisazioni), la soluzione più corretta sembra quella di ritenere la clausola incompleta e, quindi, invalida per l'indeterminatezza del suo oggetto (o comunque insuscettibile di trovare attuazione pratica e, quindi, inefficace)<sup>(405)</sup>.

### **10.3.- Il potere di nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo.**

L'art. 2351, co. V, cod. civ., dopo l'indicazione della possibilità di assegnare agli SFP il diritto di voto su “*argomenti specificamente indicati?*”, specifica che agli SFP può anche essere attribuito (*rectius*, “*riservato?*”) il diritto di nominare un componente “indipendente” dell'organo amministrativo o di quello di controllo.

---

<sup>(404)</sup> Anche la Massima H.J.3, *Strumenti finanziari e assemblee speciali*, del settembre 2004, elaborata dal Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, riportata in A. BUSANI, *Massimario delle operazioni societarie*, cit. (*supra*, nt. 27), 939, la quale contempla la possibilità di esercizio del diritto di voto *ex art. 2351, ult. co., cod. civ.* nell'assemblea dei soci, afferma che “[è] in ogni caso necessario che lo statuto determini il peso del voto spettante ai portatori degli strumenti finanziari?”.

<sup>(405)</sup> Secondo M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art. 2346, cit. (supra, nt. 7)*, 230 in una simile situazione si dovrebbe invece ammettere che il voto sia esercitato nell'assemblea speciale “*perché mancherebbe altrimenti una modalità tecnica di computo del voto dei titolari di strumenti finanziari nell'assemblea generale?*”: la soluzione, tuttavia, appare contraddittoria rispetto all'affermazione dei medesimi AA. (e condivisa) per cui l'esercizio del voto in assemblea speciale porterebbe al risultato - definito “incoerente” - di assegnare agli strumentisti un sostanziale diritto di veto.

Secondo alcuni, la menzione normativa avrebbe carattere “esemplificativo” rispetto allo spettro di questioni sulle quali potrebbe vertere il diritto di voto anzidetto <sup>(406)</sup>. Aderendo a tale lettura si potrebbe quindi ritenere che il riferimento al potere di nominare “un” componente indipendente del C.d.A. “o” del consiglio di sorveglianza “o di un” sindaco non comporti, di per sé, alcun limite al potere di nomina attribuibile ai portatori di SFP. Di contro, se si ritenesse che in assenza della previsione statutaria *de qua* gli SFP non avrebbe mai potuto essere titolari di una simile prerogativa, si dovrebbe forse concludere per l’inderogabilità del limite dell’unità, perché la previsione sarebbe eccezionale.

Invero, da un punto di vista sistematico la norma sembra poter essere qualificata proprio come “eccezionale”, posto che di per sé costituisce una deroga al principio espresso all’art. 2369, co. IV, cod. civ., che rimette sempre alla maggioranza semplice dei soci la nomina (e la revoca) delle cariche sociali, con ciò impedendo di creare “appesantimenti” ulteriori nel relativo processo decisionale. Ad ogni modo, a questa osservazione si potrebbe anche ribattere che a livello normativo esistono già altre deroghe alla corrispondenza diretta tra voto della maggioranza semplice dei soci e nomina delle cariche sociali: in fin dei conti è quanto può accadere anche con il meccanismo del voto di lista. A fronte di ciò, quindi, la lettura che porta ad una soluzione più “liberale” appare quella preferibile, fermo restando il limite dato dal divieto della prevalenza degli strumentisti rispetto agli azionisti <sup>(407)</sup>.

Nel campione di emissioni esaminato si è rilevato che la prerogativa qui in esame è stata attribuita agli SFP in nove casi su ventitré (ossia quasi nel quaranta per cento dei casi) <sup>(408)</sup>. In tali ipotesi, la

---

<sup>(406)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 100.

<sup>(407)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 103, alla nt. 143 osservano che “[a]vrebbe [...] poco senso impedire la nomina di più di un consigliere indipendente, se il numero fosse superiore a quattro”. Di conseguenza, la regola “*pragmatica e di buon senso*” proposta è di porre una soglia al numero di amministratori la cui nomina sia riservata agli SFP nella *metà meno uno* dei componenti dell’organo. Gli AA. sembrano affermare, se ben si comprende, che la nomina di più amministratori/sindaci da parte degli strumentisti potrebbe aver luogo quando vi siano più categorie di SFP, sicché ciascuna categoria potrebbe nominarne uno. Tuttavia, il ragionamento svolto dagli stessi potrebbe anche condurre al riconoscimento della possibilità di attribuire alla medesima (o anche unica) categoria di SFP il potere di nominare più amministratori o più sindaci, entro la soglia della metà meno uno dei componenti.

In merito, poi, al limite della metà meno uno dei componenti dell’organo di riferimento, si tratta di una posizione avallata anche dal Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 15/2010, *Categorie di azioni e nomina degli amministratori*, riportato in A. BUSANI, *Massimario delle operazioni societarie*, *cit. (supra, nt. 27)*, 941.

<sup>(408)</sup> Il riferimento va a Maccorp Italiana S.p.A., Sesto Immobiliare S.p.A., Intek Group S.p.A., Accadiesse S.p.A., Mednav S.p.A., Carlo Tassara S.p.A., EEMS S.p.A., Conbipel S.p.A., Nuova Sorgenia Holding S.p.A.

prassi applicativa degli SFP sembra propendere per una lettura “liberale” del dato normativo, posto che in cinque casi su nove la “forza” del diritto di nomina supera l’unità, prevedendo in certe ipotesi la nomina di due amministratori (pur restando fermo il limite dell’unità rispetto alla categoria di SFP: nel senso che ciascuna categoria nomina un amministratore) <sup>(409)</sup>, in altre la nomina sia di un amministratore, sia di un sindaco. In un altro caso, invece, il potere di nomina riguarda un amministratore e si prevede il diritto di esprimere un gradimento sulla nomina del Presidente del Collegio Sindacale <sup>(410)</sup>.

Rispetto al diritto di nomina non sembrano porsi le difficoltà segnalate nel par. 10.2 rispetto alla sede di esercizio e alla ponderazione del voto spettante agli SFP, posto che l’art. 2351, co. V, cod. civ. riconosce espressamente la “riserva” agli strumentisti del potere in questione. Ciò significa che, indipendentemente dalla sede di esercizio della prerogativa in questione, il processo decisionale è sempre autonomo da quello dei soci, dunque non vi è alcuna “concorrenza” con il diritto di voto degli azionisti, posto che questi ultimi nomineranno gli altri componenti dell’organo. Perciò sul punto l’autonomia statutaria si potrà spiegare liberamente, dovendosi peraltro ritenere che una clausola attributiva del potere di nomina di cui si discute che fosse “incompleta”, ossia che non disciplinasse le modalità del suo esercizio, sarebbe comunque valida. In tale ipotesi, la soluzione più ragionevole sembrerebbe quella di consentire l’esercizio del diritto in assemblea speciale (posto che con l’attribuzione agli SFP anche solo del diritto di nomina risulterebbero integrati i presupposti di operatività dell’art. 2376 cod. civ.), visto che da ciò non deriverebbe alcun potere di veto in capo agli strumentisti.

Nel campione di emissioni preso in esame si prevede solitamente che il diritto di nomina venga esercitato proprio nell’assemblea speciale; in due soli casi la sede di esercizio del diritto è invece l’assemblea dei soci <sup>(411)</sup>.

Quanto al requisito dell’“indipendenza” del componente degli organi di amministrazione o controllo designato dagli strumentisti, vari commentatori concordano sul fatto che si tratterebbe di un riferimento meramente “descrittivo”, di per sé avverato nel fatto stesso che la sua nomina è “indipendente” da quella relativa agli altri amministratori <sup>(412)</sup>. La soluzione pare condivisibile,

---

<sup>(409)</sup> Cfr. ad es. Mednav S.p.A.

<sup>(410)</sup> E’ il caso di Sesto Immobiliare S.p.A.

<sup>(411)</sup> Cfr. le emissioni effettuate da Sesto Immobiliare S.p.A. e Intek Group S.p.A.

<sup>(412)</sup> V. M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell’art. 2346, *cit. (supra, nt. 173)*, 102; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per*

anche se non è da escludere che la nozione di indipendenza possa assumere un significato particolare nel caso di emissione di SFP da parte di società “quotate”, rispetto alle quali il concetto di indipendenza trova specifica disciplina normativa negli artt. 147-ter, co. IV, e 148, co. III, T.U.I.F. Tant'è vero che anche nel caso dell'emissione di SFP deliberata da Intek Group S.p.A. (unica società quotata nel campione esaminato) lo statuto ha previsto proprio che il componente del C.d.A. nominato dagli strumentisti debba essere dotato dei requisiti di indipendenza posti dall'art. 148, co. III, T.U.I.F.

Dalla prassi applicativa degli SFP emerge, poi, un ultimo aspetto da segnalare con riferimento al tema dell'amministratore designato dagli strumentisti. In particolare, si è rilevato che in alcuni casi lo statuto pone dei *quorum* rafforzati per le decisioni del C.d.A. in certe materie, tale da rendere necessario il voto favorevole dell'amministratore nominato dagli strumentisti <sup>(413)</sup>. In un caso ancora più “scoperto” si prevede espressamente un potere di veto in capo all'amministratore designato dai portatori di SFP <sup>(414)</sup>.

## **11.- I diritti patrimoniali.**

Secondo un'opinione, gli SFP dovrebbero sempre essere muniti di diritti patrimoniali, non potendosi, quindi, avere SFP dotati di soli diritti amministrativi. La tesi in questione viene fondata, oltre che sul dato letterale dell'art. 2346, co. VI, cod. civ. (per il quale gli SFP sono “forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi”), anche sull'osservazione per cui, in assenza di questa componente, sarebbe difficile “spiegare altrimenti la ‘tenuta’ causale di un negozio in virtù del quale un soggetto (sottoscrittore degli strumenti finanziari) effettua un apporto senza da ciò conseguire alcun diritto patrimoniale, qualunque esso sia” <sup>(415)</sup>.

---

*azioni, cit. (supra, nt. 6), 158. M. CIAN, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, cit. (supra, nt. 142), 117* nota che “l'indipendenza menzionata nell'art. 2351 si configura eminentemente come autonomia rispetto agli interessi di cui è portatore il capitale azionario”; lo stesso A., quindi, osserva anche che l'esponente designato dagli strumentisti potrebbe anche far parte del comitato esecutivo ed essere assegnatario di competenze delegate (*ibidem*).

<sup>(413)</sup> Si vedano ad esempio i casi di Mednav S.p.A. e di Carlo Tassara S.p.A.

<sup>(414)</sup> Lo statuto di Sesto Immobiliare S.p.A. stabilisce espressamente che qualora la delibera del C.d.A. in questione (in una delle materie previste) fosse adottata senza il voto favorevole dell'amministratore designato dagli strumentisti, la stessa sarebbe inefficace, salvo successiva ratifica dell'assemblea dei soci e dell'assemblea speciale degli strumentisti.

<sup>(415)</sup> Così M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit. (supra, nt. 173), 87*. Lo stesso argomento è ripreso da A. BUSANI - M. SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Società*, 2012, 1189 ss., in part. a p. 1191.

La posizione appena richiamata, tuttavia, forse non tiene nel dovuto conto il fatto che non si ravvisa un divieto a che l'apporto versato a fronte della sottoscrizione di SFP divenga, *de facto*, il "corrispettivo" per l'acquisizione della titolarità di soli diritti amministrativi. D'altra parte, se si aderisse alla tesi dell'assoluta necessità di dotare gli SFP di diritti patrimoniali, non ci si potrebbe neppure ritenere soddisfatti dell'attribuzione agli stessi di prerogative patrimoniali di contenuto risibile, pena un agevole aggiramento di tale limite. Si dovrebbe perciò giungere a ritenere che gli SFP non solo dovrebbero essere muniti di diritti patrimoniali, ma che questi ultimi dovrebbero anche essere in qualche modo "congrui" (almeno in misura tale da consentire di considerarli "effettivi"): ciò con le conseguenti incertezze, facilmente intuibili.

Ciò posto, sebbene il rilievo circa la necessità di fornire gli SFP di una adeguata "tenuta causale" appaia senz'altro corretto, è meno condivisibile ritenere che il *mezzo* per soddisfare tale finalità debba consistere nella costante attribuzione di diritti patrimoniali. Piuttosto, si potrebbe fare applicazione del più ampio - e più flessibile - principio di meritevolezza del contratto (quale in fin dei conti è anche lo strumento finanziario partecipativo) posto dall'art. 1322 cod. civ. <sup>(416)</sup>. D'altra parte, non si vede neppure per quale ragione si dovrebbe escludere la validità di un'emissione di SFP muniti di soli diritti amministrativi, visto che anch'essa potrebbe ben essere volta a realizzare interessi meritevoli di tutela, come ad esempio la possibilità di fornire ad un finanziatore della società (ad esempio in ragione di un ordinario contratto di mutuo) la possibilità di acquisire, tramite gli SFP, un "osservatorio" privilegiato dal quale monitorare la gestione sociale del proprio debitore, a protezione del proprio credito (fermo restando che la presenza di un apporto e l'assenza del diritto al suo rimborso fanno salvo quanto sostenuto in conclusione del cap. 2 *supra*).

Quanto al contenuto dei diritti patrimoniali attribuibili agli SFP, sembra che l'unico limite sia dato dal divieto (implicito) che gli strumentisti si "sostituiscano" *in toto* ai soci nel diritto di beneficiare degli utili, della distribuzione di riserve e/o nel riparto del residuo attivo di liquidazione, perché se ciò si verificasse si altererebbero gli elementi fondamentali della struttura del "tipo" della società per azioni. Ciò posto, nulla però impedisce che i diritti patrimoniali degli SFP possano essere (in

---

<sup>(416)</sup> Pare quindi di dover condividere l'opinione di M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. (*supra*, nt. 142), 70, il quale estende il giudizio di meritevolezza al fatto che "la compartecipazione dei terzi [dovrebbe] essere pur sempre funzionalizzata al soddisfacimento di un interesse apprezzabile dei medesimi".

ipotesi) anche maggiori di quelli spettanti ai soci, nonché che possa trattarsi di diritti anche *diversi* da quelli di cui gli azionisti potrebbero godere <sup>(417)</sup>.

Nella prassi esemplificata dal campione di emissione di SFP esaminati, in ben venti casi su ventitré gli SFP risultano assegnatari del diritto di concorrere sia all'utile, sia alla distribuzione del residuo attivo di liquidazione. Con particolare riferimento alla partecipazione all'utile, le relative modalità sono di volta in volta definite dallo statuto: la previsione più frequente stabilisce il diritto a concorrere alla distribuzione deliberata dall'assemblea dei soci <sup>(418)</sup>; si sono però anche osservati casi in cui il diritto ad una quota dell'utile sorge nel momento dell'approvazione del bilancio (il quale, chiaramente, evidenzia l'esistenza di un utile distribuibile) <sup>(419)</sup>.

## **12.-I diritti c.d. misti (recesso e opzione).**

Secondo un'opinione, se pure si ammette la "vicinanza" tra le azioni e gli SFP, il diritto di recesso e di opzione rimangono pur sempre tratti di divergenza tra tali figure, nel senso che i diritti menzionati spettano sempre e solo - almeno in quanto operanti *ex lege* - agli azionisti e non agli strumentisti <sup>(420)</sup>.

Con riguardo al diritto di recesso, è dirimente osservare che gli SFP sono sì una forma di partecipazione al contratto sociale <sup>(421)</sup>, ma tale partecipazione avviene in forza di un rapporto al quale non è possibile applicare direttamente gli artt. 2437 e ss. cod. civ., invece rivolti a consentire, in certe circostanze, la liquidazione della (sola) partecipazione azionaria <sup>(422)</sup>.

---

<sup>(417)</sup> Secondo M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, commento *sub art.* 2346, *cit.* (nt. 7 *supra*), 232 tra i diritti patrimoniali assegnabili agli SFP rientra "*qualsiasi prestazione patrimonialmente valutabile*". Di contro, A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art.* 2346, *cit.* (*supra*, nt. 163), 266 afferma che i diritti attribuibili agli SFP "*non possono essere diversi da quelli che possono essere inerenti alle azioni*".

Coerentemente con quanto sostenuto nel par. 6 del cap. 2, si ritiene che tra i diritti patrimoniali degli SFP non possa però annoverarsi il diritto al rimborso dell'apporto (v. *supra*).

<sup>(418)</sup> Si vedano, ad esempio, le emissioni effettuate da Maccorp Italiana S.p.A, Sesto Immobiliare S.p.A., Mednav S.p.A.

<sup>(419)</sup> Cfr. le emissioni di Castello SGR S.p.A., Seves Holding S.p.A., Conbipel S.p.A., Nuova Sorigenia Holding S.p.A.

<sup>(420)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 107.

<sup>(421)</sup> Ciò viene sottolineato in particolare da M. NOTARI, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, *cit.* (*supra*, nt. 180), 365; v. anche già M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 83.

<sup>(422)</sup> A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, *cit.* (*supra*, nt. 153), 300, ritiene che gli strumentisti potrebbero invocare - nel silenzio statutario - il diritto di recesso

Di converso, non sembrano esservi ragioni per escludere che un diritto “di recesso” - così definito, ma in realtà diverso, per quanto detto, da quello disciplinato dall’art. 2437 cod. civ. - possa essere statutariamente assegnato agli strumentisti <sup>(423)</sup>. L’ampiezza dei margini di manovra dell’autonomia privata sul punto, però, dipende dalla qualificazione della fattispecie di SFP che si ritiene di accogliere; se, infatti, si ammettesse la figura degli SFP “di debito”, non vi sarebbe alcun ostacolo a riconoscere la legittimità di una clausola di recesso che sostanzialmente, nella sua dimensione economica, nient’altro che il diritto ad ottenere il rimborso dell’apporto. Di contro, tale possibilità dovrebbe essere esclusa se - come parrebbe più corretto, per quanto detto in fine al cap. 2 - si aderisse all’impostazione per cui gli SFP sono strumenti “di patrimonio netto”. La

---

ricavabile *a contrario* dall’art. 1373 cod. civ. per i contratti a tempo indeterminato; il medesimo A. (in part. alla nt. 344) nota però che l’indeterminatezza nel tempo dovrebbe riguardare non solo la disciplina dello strumento finanziario partecipativo in questione, ma anche la durata della società emittente. Si tratta di una soluzione che appare condivisibile considerando che, per un verso, se si discorre di recesso degli SFP non si pongono esigenze di tutela del capitale sociale e, per altro verso, la possibilità di recesso esercitabile in ogni momento (per quanto con un preavviso di sei mesi) è contemplato anche dall’art. 2437, co. III, cod. civ.

<sup>(423)</sup> Questione diversa è se l’emissione di SFP possa integrare una delle ipotesi di recesso spettanti *ex lege* ai soci. In particolare, ci si chiede se la delibera assembleare che introduca in statuto la disciplina degli SFP possa costituire una “*modificazion[e] dello statuto concernent[e] i diritti di voto e di partecipazione*”, ossia proprio l’ipotesi di recesso prevista dall’art. 2437, co. I, lett. g), cod. civ. In proposito, si pongono due interrogativi. Il primo attiene al significato da attribuire alla locuzione “diritti di voto e di partecipazione”, non a caso definita in dottrina “*abbastanza oscura*” (D. GALLETTI, *sub art. 2437*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, v. II, 1509). Alcuni, probabilmente facendo leva sul riferimento ai diritti di “partecipazione”, hanno affermato in proposito che “[l]a previsione, nella sua genericità [...] si collega naturalmente alle rilevanti novità in tema di strumenti finanziari partecipativi” (M. CALLEGARI, *sub art. 2437*, in G. Cottino *et al.* (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2004, II, 1398). Anche chi ha letto il riferimento ai diritti “partecipativi” come un sinonimo di diritti “patrimoniali” ha osservato che in forza della previsione in questione ai soci spetterebbe il diritto di recesso in caso di emissione “*di strumenti finanziari che partecipino agli utili*” (A. PACIELLO, *sub art. 2437*, in G. Nicolini - A. Stagno d’Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 1114). Da ultimo, in una delle poche pronunce giurisprudenziali sul tema - Trib. Milano, sez. Impresa B, Pres. Est. E. Riva Crugnola, 31 luglio 2015, n. 9189, in *ilcaso.it* - è stato affermato che la formula “*diritti di voto e di partecipazione*” costituirebbe un’endiadi tale da comprendere sia i diritti amministrativi (anche diversi dal diritto di voto), sia i diritti patrimoniali. Il secondo interrogativo riguarda invece la rilevanza - ai fini del riconoscimento del diritto di recesso - delle modifiche “di fatto” o “indirette”. Invero, l’emissione di SFP non può essere considerata una modifica “diretta” di diritti “di voto e di partecipazione” propri delle azioni, producendo su questi ultimi un effetto riflesso. Pare tuttavia preferibile l’opinione secondo la quale l’art. 2437, co. I, lett. g), cod. civ. farebbe riferimento solo a “*delibere che abbiano come oggetto diretto la modifica di diritti (patrimoniali e/o amministrativi) dei soci*” (così V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in P. Abbadessa - G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, III, 219 *ss.*, in part a p. 228; nello stesso senso App. Brescia, 2 luglio 2014, Pres. Bitonte, Est. Miglio, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1053 *ss.*, con nota di M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*; Trib. Roma, Pres. Scerrato, Est. G. Romano, 30 aprile 2014, in *giurisprudenzadelleimprese.it*). M. VENTORUZZO, *op. ult. cit.*, 1062, classifica espressamente le emissioni di SFP tra le modifiche “di fatto” che non possono dar luogo ad un diritto di recesso per gli azionisti.

differenza fondamentale tra queste due concezioni della fattispecie in esame, rispetto al possibile recesso degli SFP, sembra quindi risiedere nella disciplina della quantificazione del valore di liquidazione da riconoscere agli strumentisti receduti; in particolare, seguendo l'impostazione per cui gli SFP siano strumenti di patrimonio netto, il recesso non potrebbe mai dar luogo alla restituzione del *tantundem* dell'apporto, realizzandosi altrimenti il suo rimborso, il che però sarebbe incompatibile con la fattispecie in esame. Di conseguenza, è ben possibile che la clausola statutaria disciplinante il diritto di recesso degli strumentisti rinvii ai parametri di valutazione posti dall'art. 2437-ter cod. civ., naturalmente entro i limiti di compatibilità. In ogni caso, ciò che pare essenziale è che il valore di liquidazione spettante agli strumentisti receduti rifletta l'andamento della società successivo all'acquisizione dell'apporto al patrimonio netto dell'emittente e, quindi, che si tenga conto delle eventuali perdite maturate, che in ipotesi potrebbero anche aver eroso la riserva alimentata dall'apporto <sup>(424)</sup>. Peraltro, la circostanza per cui in alcune tra le emissioni di SFP esaminate si sia previsto che gli strumenti "sopravvivrebbero" anche alla completa erosione della riserva "targata" formata con i relativi apporti <sup>(425)</sup>, fa sì che i criteri di determinazione del valore di liquidazione degli SFP per cui sia esercitato il recesso dovrebbero prescindere, in tutto o in parte, dalla consistenza (residua) di tale riserva.

Compete interamente alla disciplina statutaria, invece, individuare le cause legittimanti il recesso. Peraltro, non paiono esservi neppure ostacoli alla previsione della possibilità di un recesso esercitabile *ad nutum* <sup>(426)</sup>. Specularmente, rispetto agli SFP non si pongono questioni in merito alla limitazione del diritto di recesso, sicché è certamente valida anche la clausola che subordina la possibilità del suo esercizio al fatto che la conseguente liquidazione degli SFP receduti sia finanziariamente sostenibile per la società <sup>(427)</sup>.

Invero, l'osservazione della prassi applicativa degli SFP porta a rilevare che il diritto di recesso, nella maggioranza dei casi, pare essere un meccanismo volto a realizzare finalità parzialmente diverse, caso per caso, in base a quanto negoziato tra le parti coinvolte in ciascuna emissione.

---

<sup>(424)</sup> Si rinviene una clausola di recesso *ad nutum* attributiva del diritto ad ottenere la corresponsione di un importo (almeno) pari al valore nominale dell'apporto nello statuto di Business Integration Partners S.p.A. Ci si è già soffermati sul tema al par. 6 *supra*.

<sup>(425)</sup> Si vedano, ad esempio, le emissioni effettuate da Tasnch Holding S.p.A., Accadiesse S.p.A., Carlo Tassara S.p.A.; si rinvia comunque alla Tabella 2 dell'Appendice.

<sup>(426)</sup> Tale previsione ricorre nella già citata emissione di Business Integration Partners S.p.A. (emissione a favore dei dipendenti), nonché nell'emissione effettuata da Lediberg S.p.A. (nel contesto di un'operazione di ristrutturazione), anche se il diritto di recesso è in questo caso esercitabile solo dopo una certa data.

<sup>(427)</sup> E' quanto si prevede nello statuto di Mednav S.p.A.

Nel campione di emissioni esaminato, il diritto di recesso è stato talvolta attribuito agli strumentisti quale forma di protezione ulteriore rispetto a quella garantita dal meccanismo dell'assemblea speciale *ex art. 2376 cod. civ.* <sup>(428)</sup>. Ad esempio, i portatori degli SFP emessi da Castello SGR S.p.A. hanno diritto di recedere nel caso in cui abbiano espresso voto contrario, nell'ambito dell'assemblea speciale, rispetto a operazioni deliberate dall'assemblea straordinaria, che siano state approvate dalla maggioranza degli strumentisti riuniti *ex art. 2376 cod. civ.* <sup>(429)</sup>.

In altre ipotesi, il diritto di recesso costituisce un forma di *exit* legata a situazioni particolari; ad esempio, in Seves Holding S.p.A. gli strumentisti potrebbero recedere nel caso di quotazione della controllata Seves S.p.A., ossia nel momento in cui si portasse a compimento l'operazione di ristrutturazione entro la quale gli SFP stessi erano stati emessi, peraltro con un esito che verosimilmente consentirebbe all'emittente di raccogliere risorse economiche sufficienti a liquidare gli SFP. In Castello SGR S.p.A., i portatori di SFP hanno inoltre diritto di recesso, ad esempio, nel caso di *change-of-control*.

Con riguardo, invece, al diritto di opzione, le considerazioni da svolgere sono diverse. In particolare, risulta pacifico che non spetti alcun diritto di opzione *ex lege* agli strumentisti "semplici" (*i.e.* titolari di SFP non convertibili in azioni) a fronte di un aumento di capitale dell'emittente, in mancanza di una previsione normativa che possa fondare tale diritto <sup>(430)</sup>. Non solo; è stato correttamente osservato che un tale diritto di opzione non sarebbe attribuibile agli SFP neppure per via statutaria, con una previsione generale, posto che con ciò si verificherebbe una "compressione" del diritto di opzione spettante ai soci <sup>(431)</sup>.

---

<sup>(428)</sup> Tale impostazione replica quella operante *ex lege* in favore degli azionisti di categoria secondo M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a., cit. (supra, nt. 423), 1070*. Propende, invece, per l'alternatività tra il meccanismo dell'assemblea speciale ed il diritto di recesso A. ABU AWWAD, *I "diritti di voto e di partecipazione" fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 312 *ss.*

<sup>(429)</sup> Previsione analoga si rinviene nella disciplina statutaria degli SFP emessi da Redecam Group S.p.A. rispetto alle modifiche del regolamento degli strumenti stessi.

<sup>(430)</sup> Il silenzio normativo consente anche di escludere, per converso, che spetti il diritto di opzione agli azionisti in caso di emissione di SFP, salvo ovviamente il caso di SFP convertibili in azioni. In questo senso, v. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, cit. (supra, nt. 142), 159*. Nel campione esaminato di emissioni di SFP, l'unico caso in cui gli SFP (non convertibili) sono stati offerti in opzione ai soci sembra essere (salvo errore) quello di Euromilano S.p.A.

<sup>(431)</sup> M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit. (supra, nt. 173), 108*, in part. alla nt. 159, osservano che l'attribuzione per via statutaria del diritto di opzione agli SFP si potrebbe porre in contrasto con l'art. 29, par. 4, della seconda direttiva comunitaria in materia di società (n. 77/91/CEE), ai sensi del quale l'esclusione o limitazione del diritto di opzione spettante ai soci può avvenire solo in forza di una delibera assembleare, mai in virtù di una previsione dello statuto.

Di converso, nulla vieta che la delibera assembleare di aumento di capitale possa prevedere l'esclusione, in tutto o in parte, dei soci dal diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione per attribuirlo agli strumentisti <sup>(432)</sup>. Questo, tuttavia, non costituisce una tutela sufficiente per i portatori di SFP, i quali rimarrebbero esposti al rischio di una diluzione dei propri diritti patrimoniali ed amministrativi (diversi, s'intende, da quelli di controllo), senza per ciò disporre né del diritto di recesso (salvo se statutariamente previsto) per quanto detto sopra, né della tutela dell'assemblea speciale, realizzandosi una modifica di mero fatto della loro posizione (anche qui, salvo diversa previsione dello statuto sociale).

Paiono, quindi, esservi solamente due possibili mezzi di tutela per gli strumentisti rispetto ad ipotesi di questo genere: una pattuizione con i soci, di carattere parasociale (e con i limiti conseguenti), affinché in caso di aumento di capitale si deliberi l'esclusione del diritto di opzione per gli azionisti e la sua attribuzione agli strumentisti; oppure la previsione di un sostanziale diritto di veto degli strumentisti rispetto alla delibera di aumento di capitale. La seconda soluzione è quella che pare essere stata accolta nella prassi, come indica il campione di emissioni esaminato. In particolare, si è riscontrata in più occasioni la previsione per cui la competenza dell'assemblea speciale degli strumentisti *ex art. 2376 cod. civ.* è stata estesa sino a ricomprendere le delibere di aumento di capitale, di emissione di obbligazioni convertibili o di nuovi SFP “di patrimonio netto” <sup>(433)</sup>. E' significativo, in proposito, il meccanismo predisposto nello statuto di Ferretti Holding S.p.A., nel quale il sostanziale diritto di veto esercitabile dagli strumentisti attraverso la delibera della propria assemblea speciale non opera in quei casi in cui ai portatori di SFP sia concessa la possibilità di effettuare - contestualmente all'aumento di capitale o all'emissione di obbligazioni convertibili o di SFP “di patrimonio netto” - nuovi apporti e così incrementare il “valore convenzionale” degli SFP stessi. Di fatto, quindi, i portatori degli SFP di questa società hanno sempre il diritto di salvaguardare il proprio “diritto al rango” <sup>(434)</sup>, o attraverso il diritto di veto, o attraverso un meccanismo “parallelo” al diritto di opzione sui titoli emessi dall'assemblea

---

<sup>(432)</sup> Ciò potrebbe avvenire ai sensi dell'art. 2441, co. V, cod. civ., ossia perché ciò - secondo la valutazione dei soci - corrisponde all'interesse della società (cfr. M. MIOLA, *I conferimenti in natura, cit. (supra, nt. 143)*, 287).

<sup>(433)</sup> V. gli statuti di Sesto Immobiliare S.p.A., Lediberg S.p.A., Euromilano S.p.A.

<sup>(434)</sup> Per tale intendendosi, solitamente, il diritto al mantenimento di una determinata proporzione tra categorie di azioni; in questo senso M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a., cit. (supra, nt. 423)*, 1061. Il concetto sembra però estendibile anche al rapporto tra SFP e altri strumenti finanziari (in senso ampio) emessi dalla medesima società.

dei soci (si dice “parallelo” perché gli strumentisti sottoscriverebbero nuovi SFP della stessa categoria di quelli già detenuti).

A conclusioni diverse pare, invece, di dover giungere nel caso di SFP convertibili in azioni. In tale ipotesi, infatti, il diritto di opzione sull'aumento di capitale spetterebbe agli strumentisti non tanto in quanto tali, bensì quali soggetti che sono già “potenziali soci”. In questo senso, quindi, pare che dovrebbe trovare applicazione l'art. 2441, co. I, seconda parte, cod. civ. <sup>(435)</sup>.

---

<sup>(435)</sup> Cfr. M. NOTARI - A. GIANNELLI, commento al comma 6 dell'art. 2346, *cit.* (*supra*, nt. 173), 108-109, secondo i quali la spettanza di tale diritto di opzione, spettante agli strumentisti *ex lege*, potrebbe però essere esclusa per via statutaria.

## APPENDICE

### **SINTESI DELLE PRINCIPALI CARATTERISTICHE** **DI VENTITRÉ EMISSIONI DI SFP**

Nel terzo capitolo del presente lavoro si sono svolte varie considerazioni sulla base dell'esame della disciplina statutaria di ventitré emissioni di SFP. Al fine di dar conto in modo più sistematico delle caratteristiche essenziali di tali emissioni e consentire un raffronto più immediato tra di esse, si riportano di seguito cinque tabelle sinottiche nelle quali sono state descritte le peculiarità di ciascuna di tali emissioni.

Occorre ricordare che la regolamentazione statutaria degli SFP è sovente molto complessa, specialmente perché le emissioni di SFP si inseriscono in contesti negoziali più ampi e articolati (ad esempio di risoluzione della crisi d'impresa). Poiché, quindi, le tabelle che seguono sono il frutto di un'operazione di sintesi di testi spesso complessi, portano con sé gli inevitabili difetti a ciò connessi.

Per esigenze grafiche, le informazioni sulle emissioni di SFP analizzate sono state suddivise in cinque categorie; a ciascuna di esse corrisponde una delle tabelle riportate di seguito <sup>(436)</sup>.

La Tabella 1 riporta le informazioni generali di ciascuna emissione, concernenti la data in cui è stata assunta la delibera di emissione degli SFP, il contesto entro il quale l'operazione è stata effettuata (ad esempio, di ristrutturazione dell'indebitamento o ripianamento delle perdite), l'attività svolta dalla società emittente, l'organo individuato come quello competente a deliberare ed effettuare l'emissione stessa.

La Tabella 2 riporta le informazioni essenziali circa la natura dell'apporto previsto, l'eventuale esistenza di un diritto di rimborso dell'apporto stesso, il trattamento contabile riservato agli

---

<sup>(436)</sup> Un'unica tabella sinottica che comprende tutte le informazioni riportate nella presente Appendice è disponibile presso l'autore.

apporti effettuati a fronte della sottoscrizione degli SFP, la disciplina dell'incidenza delle perdite sull'eventuale riserva formata con tali apporti.

La Tabella 3 tratta anzitutto dei profili patrimoniali degli SFP e, quindi, dà conto dell'esistenza o meno di un diritto di partecipazione agli utili e/o alla ripartizione del residuo attivo di liquidazione. Inoltre, si dà conto dell'eventuale convertibilità degli SFP in azioni e di quanto statutariamente previsto in merito alla durata degli SFP emessi.

La Tabella 4 concerne i profili amministrativi degli SFP in esame; in essa ci si sofferma perciò sulla previsione o meno di un diritto di partecipazione all'assemblea dei soci, sull'eventuale ampliamento dell'ambito oggettivo di applicazione del diritto di veto spettante ai portatori degli SFP rispetto alle delibere pregiudizievoli rilevanti ai sensi dell'art. 2376 cod. civ., sul diritto di nomina di un componente degli organi amministrativi o di controllo della società.

Nella Tabella 5, infine, si dà conto del regime di circolazione degli SFP statutariamente previsto e di ulteriori peculiarità di ciascuna emissione.

**Tabella 1**

**Caratteristiche generali**

	<b>Emittente</b>	<b>Data delibera ass. straordinaria</b>	<b>Contesto di ristrutturazione dell'indebitamento o ripianamento perdite</b>	<b>Settore di appartenenza dell'emittente</b>	<b>Competenza per l'emissione</b>
1	<b>Business Integration Partners S.p.A.</b>	23/07/2008	No (SFP destinati a dipendenti e collaboratori)	Servizi (consulenza aziendale, strategica, informatica)	Assemblea straordinaria; con delega al C.d.A. per effettiva attribuzione ai titolari
2	<b>Castello SGR S.p.A.</b>	30/04/2009	No (emissione riservata a soci, amministratori e collaboratori della società)	Finanziario	Assemblea per SFP di classe "A"; C.d.A. per SFP di Classe "B"
3	<b>Ferretti Holding S.p.A.</b>	14/07/2009	Sì	<i> Holding (gestione della partecipazioni in Ferretti S.p.A.)</i>	Assemblea straordinaria
4	<b>Maccorp Italiana S.p.A.</b>	16/07/2009	Sì (2447 c.c.)	Industriale (cambiavalute)	Assemblea straordinaria; con delega al C.d.A. per effettiva attribuzione ai titolari
5	<b>Seves Holding S.p.A.</b>	13/11/2009 25/10/2011 27/09/2012 14/10/2014	Sì	<i> Holding (gestione della partecipazione in Seves S.p.A.)</i>	Assemblea straordinaria; con delega al C.d.A. per effettiva attribuzione ai titolari
6	<b>Azimut Holding S.p.A.</b>	29/04/2010	No (SFP destinati a promotori finanziari, dipendenti e <i>managers</i> del gruppo)	Finanziario	Assemblea straordinaria; con delega al C.d.A. per effettiva attribuzione ai titolari
7	<b>Sesto Immobiliare S.p.A.</b>	21/10/2010	[non chiaro]	Industriale (immobiliare)	Assemblea straordinaria

	Emittente	Data delibera ass. straordinaria	Contesto di ristrutturazione dell'indebitamento o ripianamento perdite	Settore di appartenenza dell'emittente	Competenza per l'emissione
8	Dicembre 2007 S.p.A.	22/10/2010	[non chiaro]	Holding (gestione della partecipazione in Gruppo Coin S.p.A.)	Assemblea straordinaria; con delega al C.d.A. per effettiva attribuzione ai titolari
9	IDEA Fimit SGR S.p.A.	26/07/2011	No (emissione nel contesto della fusione tra First Atlantic RE SGR e FIMIT SGR, per garantire ai soci una remunerazione parametrata alle commissioni dei fondi comuni gestiti dalle due società)	Finanziario	Assemblea straordinaria
10	Intek Group S.p.A.	09/05/2012	No	Holding	Assemblea straordinaria
11	Taschn Holding S.p.A.	21/11/2012	Si	Holding (gestione della partecipazione in TAS - Tecnologia Avanzata dei Sistemi S.p.A.)	Assemblea straordinaria; con delega al C.d.A. per effettiva attribuzione ai titolari
12	Accadiesse S.p.A.	28/06/2013	Si	Holding di società di servizi (del settore della vigilanza privata)	Assemblea straordinaria
13	Mednav S.p.A.	18/12/2013 29/09/2014	Si	Trasporti (navigazione)	Assemblea straordinaria
14	Carlo Tassara S.p.A.	23/12/2013	Si	Holding mista industriale (energia)	Assemblea straordinaria, con delega al C.d.A. su tempi ed entità di nuove emissioni
15	EEMS Italia S.p.A.	29/01/2014	Si	Industriale (energia)	Assemblea straordinaria
16	Lediberg S.p.A.	30/01/2014	Si	Industriale	Assemblea straordinaria

	Emittente	Data delibera ass. straordinaria	Contesto di ristrutturazione dell'indebitamento o ripianamento perdite	Settore di appartenenza dell'emittente	Competenza per l'emissione
17	Conbipel S.p.A.	02/04/2014	Si	Industriale	Assemblea straordinaria, con delega al CdA su tempi ed entità di nuove emissioni
18	Hydro Energia Holding S.p.A.	15/04/2014	[non chiaro]	Holdings mista industriale (energie rinnovabili)	Assemblea straordinaria
19	Euromilano S.p.A.	30/06/2014; 10/07/2014; 18/11/2014	Si	Industriale (immobiliare)	Assemblea straordinaria
20	Panini S.p.A.	19/09/2014	Si	Industriale (prodotti e servizi informatici)	Assemblea straordinaria, con possibile delega al CdA su tempi ed entità di nuove emissioni
21	Midco S.p.A.	19/12/2014	Si	Holdings (gestione della partecipazione in Alitalia - Società Aerea Italiana S.p.A.)	Assemblea straordinaria
22	Nuova Sorgenia Holding S.p.A.	20/03/2015	Si	Holdings mista industriale (energia)	Assemblea straordinaria, con delega al CdA su tempi ed entità di nuove emissioni
23	Redecam Group S.p.A.	19/11/2015	Si	Industriale	Assemblea straordinaria

**Tabella 2**

**Apporto, trattamento contabile e incidenza delle perdite**

	Emittente	Natura dell'apporto	Diritto di rimborso dell'apporto	Trattamento contabile	Incidenza delle perdite
1	<b>Business Integration Partners S.p.A.</b>	Denaro	Diritto di recesso <i>ad nutum</i> da parte del titolare (con diritto a ricevere il valore nominale degli SFP oltre alla parte delle riserve formate con utili non distribuiti)	Non disciplinato espressamente	Non disciplinata espressamente
2	<b>Castello SGR S.p.A.</b>	Denaro	No	Riserva "targata"	Non disciplinata espressamente
3	<b>Ferretti Holding S.p.A.</b>	Crediti verso Ferretti S.p.A. e azioni della stessa Ferretti S.p.A.	No	Riserva "targata"	Non disciplinata espressamente
4	<b>Maccorp Italiana S.p.A.</b>	Denaro (liberazione mediante compensazione di crediti)	No	Riserva "targata"	Riserva SFP utilizzata al momento della sottoscrizione per copertura perdite pregresse
5	<b>Seves Holding S.p.A.</b>	Denaro (liberazione mediante compensazione di crediti)	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riserva SFP utilizzata al momento della sottoscrizione per copertura perdite pregresse (cfr. delibera 14/10/2014).</li> <li>• Riserva SFP utilizzata dopo azzeramento altre riserve e capitale sociale</li> </ul>

	Emittente	Natura dell'apporto	Diritto di rimborso dell'apporto	Trattamento contabile	Incidenza delle perdite
6	<b>Azimet Holding S.p.A.</b>	Denaro	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riserva SFP utilizzabile per copertura perdite prima della riserva legale.</li> <li>• Azzeramento Riserva SFP comporta annullamento SFP.</li> </ul>
7	<b>Sesto Immobiliare S.p.A.</b>	Denaro	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>"il capitale sociale con le relative voci di patrimonio netto verrà ridotto pari passu"</i> con la riserva SFP.</li> <li>• Annullamento della riserva SFP comporta annullamento degli SFP.</li> </ul>
8	<b>Dicembre 2007 S.p.A.</b>	Denaro (liberazione mediante compensazione di crediti)	No	Riserva "targata"	Non disciplinata espressamente
9	<b>IDEA Fimit SGR S.p.A.</b>	Non è previsto un apporto. Emissione riservata ai soci ante-fusione.	No	N/A	N/A
10	<b>Intek Group S.p.A.</b>	SFP sottoscritti a seguito di adesione a OPS con azioni della stessa Intek Group S.p.A.	Si, alla scadenza, alla pari.	Posta di debito	N/A
11	<b>Taschn Holding S.p.A.</b>	Denaro	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riserva SFP utilizzabile per copertura perdite solo in caso di riduzione obbligatoria del cap. soc. e dopo l'utilizzo delle altre riserve.</li> <li>• Azzeramento Riserva SFP non comporta annullamento SFP.</li> </ul>

	Emittente	Natura dell'apporto	Diritto di rimborso dell'apporto	Trattamento contabile	Incidenza delle perdite
12	Accadiesse S.p.A.	Denaro (liberazione mediante compensazione di crediti)	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riserva SFP utilizzabile per copertura perdite solo in caso di riduzione obbligatoria del cap. soc. e dopo l'utilizzo delle altre riserve.</li> <li>• Azzeramento Riserva SFP non comporta annullamento SFP.</li> </ul>
13	Mednav S.p.A.	Denaro (liberazione mediante compensazione di crediti)	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riserva SFP utilizzabile per copertura perdite solo dopo che siano state consumate le altre riserve.</li> <li>• SFP annullati solo se anche cap. soc. azzerato</li> </ul>
14	Carlo Tassara S.p.A.	Denaro (liberazione mediante compensazione di crediti)	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riserva SFP utilizzabile per copertura perdite solo in caso di riduzione obbligatoria del cap. soc. e dopo l'utilizzo delle altre riserve.</li> <li>• Azzeramento Riserva SFP non comporta annullamento SFP.</li> </ul>
15	EEMS Italia S.p.A.	Denaro (liberazione mediante compensazione di crediti)	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riserva SFP utilizzabile per copertura perdite solo in caso di riduzione obbligatoria del cap. soc. e dopo l'utilizzo delle altre riserve.</li> <li>• Azzeramento Riserva SFP non comporta annullamento SFP.</li> </ul>
16	Lediberg S.p.A.	Denaro (liberazione mediante compensazione di crediti)	No	Riserva "targata"	Riserva SFP ridotta <i>pari passu</i> e pro quota, in misura proporzionale all'incidenza delle perdite sulle altre riserve.
17	Conbipel S.p.A.	Denaro	No	Riserva "targata"	Azzeramento Riserva SFP non comporta annullamento SFP.

	Emittente	Natura dell'apporto	Diritto di rimborso dell'apporto	Trattamento contabile	Incidenza delle perdite
18	Hydro Energia Holding S.p.A.	Denaro	No	Riserva "targata"	SFP si estinguono in caso di azzeramento cap. soc.
19	Euromilano S.p.A.	Denaro	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riserva SFP utilizzabile per copertura perdite prima della riserva legale.</li> <li>• Azzeramento Riserva SFP non comporta annullamento SFP.</li> </ul>
20	Panini S.p.A.	Denaro (liberazione mediante compensazione di crediti)	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riserva SFP utilizzabile per copertura perdite solo in caso di riduzione obbligatoria del cap. soc. e dopo l'utilizzo delle altre riserve.</li> <li>• Azzeramento Riserva SFP non comporta annullamento SFP.</li> </ul>
21	Midco S.p.A.	Denaro (SFP frutto di conversione di <i>contingent convertible notes</i> )	No	Riserva "targata"	Azzeramento Riserva SFP non comporta annullamento SFP.
22	Nuova Sorgenia Holding S.p.A.	Denaro (liberazione in parte mediante versamento, in parte mediante compensazione di crediti)	No	Riserva "targata"	Riserva SFP utilizzabile per copertura delle perdite solo in caso di riduz. obbligh. cap. soc. e con contestale obbligo di emissione di nuovi SFP
23	Redecam Group S.p.A.	Denaro (liberazione mediante compensazione di crediti vantati dal socio unico)	No	Riserva "targata"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riserva SFP utilizzabile per copertura perdite solo in caso di riduzione obbligatoria del cap. soc. e dopo l'utilizzo delle altre riserve.</li> <li>• Azzeramento Riserva SFP non comporta annullamento SFP.</li> </ul>

**Tabella 3**

**Profili patrimoniali e durata degli SFP**

	Emittente	Diritto di partecipazione agli utili	Diritto alla ripartizione del residuo attivo di liquidazione	Convertibilità in azioni	Durata degli SFP
1	<b>Business Integration Partners S.p.A.</b>	Sì, in percentuale sui dividendi distribuiti	Sì	No	5 anni dall'emissione, salvo morte del titolare, recesso o riscatto
2	<b>Castello SGR S.p.A.</b>	Sì, sull'utile risultante dal bilancio approvato	Sì	No	Pari a quella della società, salvo le ipotesi di: recesso (quando consentito); morte del titolare; perdita dei requisiti soggettivi del titolare (socio, amministratore o collaboratore della società).
3	<b>Ferretti Holding S.p.A.</b>	Sì, <i>pari passu</i> con le azioni	Sì, <i>pari passu</i> con le azioni	Sì; in azioni della controllata Ferretti S.p.A.	31/03/2017
4	<b>Maccorp Italiana S.p.A.</b>	Sì; diritto a percepire una quota dei dividendi (e delle riserve) di cui l'assemblea deliberi la distribuzione.	Sì	Sì	Pari a quella della società

	Emittente	Diritto di partecipazione agli utili	Diritto alla ripartizione del residuo attivo di liquidazione	Convertibilità in azioni	Durata degli SFP
5	<b>Seves Holding S.p.A.</b>	Sì, agli utili di cui l'assemblea accerti l'esistenza	Sì	No	15/11/2017 (salvo recesso anteriore)
6	<b>Azimut Holding S.p.A.</b>	Sì, a condizione che l'utile consolidato superi una certa soglia e venga deliberata la distribuzione di utili agli azionisti.	Sì	No	Sino alla liquidazione della società
7	<b>Sesto Immobiliare S.p.A.</b>	Sì; partecipazione ai "proventi", ossia ad ogni ammontare di cui sia deliberata la distribuzione ai soci.	Sì	No	Pari a quella della società. Possibilità di riscatto da parte della società riconoscendo IRR pari al 10% dell'apporto.
8	<b>Dicembre 2007 S.p.A.</b>	Sì (partecipazione all'utile e alle riserve di cui sia deliberata la distribuzione)	No (SFP scadono prima della società)	No	Sino al 31/12/2020, salvo estinzione anticipata in caso di cessione della partecipazione nel Gruppo Coin S.p.A.
9	<b>IDEA Fimit SGR S.p.A.</b>	No	Sì (ma solo se vi sono crediti per remunerazione degli SFP rimasti insoddisfatti)	No	Sino alla liquidazione dei fondi comuni a cui è parametrata la remunerazione degli SFP.

	Emittente	Diritto di partecipazione agli utili	Diritto alla ripartizione del residuo attivo di liquidazione	Convertibilità in azioni	Durata degli SFP
10	<b>Intek Group S.p.A.</b>	No	No	No	5 anni. SFP oggetto di O.P.S. con obbligazioni nel 2015 e per la parte residua rimborsati anticipatamente e quindi cancellati.
11	<b>Taschn Holding S.p.A.</b>	Sì (diritto a percepire il 98% degli utili, sino all'incasso del 105% dell'apporto)	Sì	No	Pari a quella della società; gli SFP vengono annullati quando abbiano incassato il 105% dell'apporto.
12	<b>Accadiesse S.p.A.</b>	Sì, sugli utili distribuiti	Sì	Sì	Pari a quella della società, salvo conversione
13	<b>Mednav S.p.A.</b>	Sì (diritto al 100% degli utili distribuiti sino a raggiungimento di una soglia pari al valore nominale degli SFP)	Sì	Sì	Pari a quella della società
14	<b>Carlo Tassara S.p.A.</b>	Sì, sugli utili distribuiti	Sì	No	Pari a quella della società, ma estinzione anticipata degli SFP quando i loro portatori abbiano incassato un importo pari al loro valore nominale
15	<b>EEMS Italia S.p.A.</b>	Sì, sugli utili distribuiti	Sì	Sì	Pari a quella della società, salvo conversione

	Emittente	Diritto di partecipazione agli utili	Diritto alla ripartizione del residuo attivo di liquidazione	Convertibilità in azioni	Durata degli SFP
16	Lediberg S.p.A.	No	Sì	No	Pari a quella della società
17	Conbipel S.p.A.	Sì (diritto che sorge al momento dell'approvazione del bilancio)	Sì	Sì	Pari a quella della società
18	Hydro Energia Holding S.p.A.	Sì, sugli utili distribuiti	Sì	No	Pari a quella della società
19	Euromilano S.p.A.	Sì, sugli utili distribuiti	Sì	No	Pari a quella della società, ma estinzione anticipata degli SFP quando i loro portatori abbiano incassato un certo importo
20	Panini S.p.A.	Sì, sugli utili distribuiti	Sì	No	Pari a quella della società, ma estinzione anticipata degli SFP quando i loro portatori abbiano incassato un certo importo
21	Midco S.p.A.	Sì (come componente del diritto a partecipare <i>pari passu</i> ad ogni distribuzione a favore di azioni di una certa categoria)	Sì	Sì (in categoria di azioni senza diritto di voto, in caso di liquidazione)	Pari a quella della società

	Emittente	Diritto di partecipazione agli utili	Diritto alla ripartizione del residuo attivo di liquidazione	Convertibilità in azioni	Durata degli SFP
22	<b>Nuova Sorgenia Holding S.p.A.</b>	Sì, sull'utile distribuibile	Sì	No	Pari a quella della società
23	<b>Redecam Group S.p.A.</b>	Sì, <i>pari passu</i> con le azioni sugli utili distribuiti	Sì, in via preferenziale rispetto alle azioni	No	Pari a quella della società

**Tabella 4**

**Profili amministrativi**

	<b>Emittente</b>	<b>Partecipazione all'assemblea dei soci</b>	<b>Diritto di veto oltre le delibere pregiudizievoli ex art. 2376 cod. civ.</b>	<b>Nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo</b>
1	<b>Business Integration Partners S.p.A.</b>	No diritto di voto; partecipazione del rappresentante comune per comunicare le decisioni dell'Assemblea Speciale	Sì (per ogni modifica del regolamento, anche non pregiudizievole)	No
2	<b>Castello SGR S.p.A.</b>	No	No	No
3	<b>Ferretti Holding S.p.A.</b>	No	Sì (per aumenti di capitale, emissioni obbligazioni convertibili o SFP di patrimonio netto, salvo che sia concessa agli SFP possibilità di effettuare nuovi apporti e incrementare il "valore convenzionale" degli SFP; per op. straord. e modifiche ogg. soc.)	No
4	<b>Maccorp Italiana S.p.A.</b>	No diritto di voto; partecipazione del rappresentante comune per comunicare le decisioni dell'Assemblea Speciale	Sì, per tutte le modifiche (anche non pregiudizievoli) del regolamento degli SFP e per aumenti di capitale, emissione di obbligazioni convertibili e SFP senza diritto di rimborso.	Sì; nomina di un componente del C.d.A. e del Presidente del Collegio Sindacale. Voto su nomina, revoca e sostituzione espresso in ass. speciale
5	<b>Seves Holding S.p.A.</b>	No	Sì, per tutte le modifiche (anche non pregiudizievoli) del regolamento degli SFP, per op. straord., per cessione azioni di Seves S.p.A.	No

	Emittente	Partecipazione all'assemblea dei soci	Diritto di veto oltre le delibere pregiudizievoli ex art. 2376 cod. civ.	Nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo
6	<b>Azimut Holding S.p.A.</b>	No	No	No
7	<b>Sesto Immobiliare S.p.A.</b>	No ("ad eccezione delle delibere relative alla nomina" dell'amministratore designato dagli SFP e per l'espressione del gradimento sul Presidente del Collegio Sindacale, ferma la possibilità di effettuare una comunicazione scritta)	Sì, per tutte le modifiche statutarie, per l'emissione di "strumenti di equity" (tra cui SFP) e per la decisione di non distribuire utili dopo una certa data.	Sì: nomina di un amministratore, nonché diritto di esprimere il gradimento sulla nomina del Presidente del Collegio Sindacale.
8	<b>Dicembre 2007 S.p.A.</b>	No	Sì (per distribuzione utili o riserve; per operazioni straordinarie, modifiche oggetto sociale)	No
9	<b>IDEA Fimit SGR S.p.A.</b>	No	Sì, per tutte le emissioni di nuovi SFP e di azioni privilegiate.	No
10	<b>Intek Group S.p.A.</b>	Sì, in merito a: (i) determinazione del numero dei componenti del C.d.A.; (ii) votazione delle liste; (iii) eventuale sostituzione dell'Amministratore tratto da liste presentate dai titolari di SFP; (iv) determinazione dei compensi degli amministratori.	Sì, sulle modifiche dei diritti patrimoniali e amministrativi degli SFP	Sì (nomina di un componente del CdA, con requisiti di cui all'art. 148 co. 3 TUF)
11	<b>Taschn Holding S.p.A.</b>	No	Sì, per modifiche statutarie comunque incidenti sugli SFP.	No

	Emittente	Partecipazione all'assemblea dei soci	Diritto di veto oltre le delibere pregiudizievoli ex art. 2376 cod. civ.	Nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo
12	<b>Accadiesse S.p.A.</b>	No diritto di voto; partecipazione del rappresentante comune come osservatore o per comunicare le decisioni dell'Assemblea Speciale	Sì, per una serie di materie, tra cui modifiche statutarie, operazioni straordinarie e decisioni di distribuzione di utili/riserve	Sì: nomina di un amministratore e di un sindaco (nonché diritto a designare un amministratore e un sindaco della controllata). Voto in assemblea speciale.
13	<b>Mednav S.p.A.</b>	No	Sì (per una serie di decisioni, tra cui op. straord., nonché per decisioni su alcuni voti da esprimere nell'ass. della controllata Augusta Due S.r.l.)	Sì (un componente del C.d.A. designato da SFP A e uno da SFP B; un sindaco designato da SFP A). Decisioni assunte in assemblea. speciale.
14	<b>Carlo Tassara S.p.A.</b>	No diritto di voto; partecipazione del rappresentante comune come osservatore o per comunicare le decisioni dell'Assemblea Speciale	Sì, per tutte le modifiche (anche non pregiudizievoli) relative agli SFP, nonché per "operazioni" pregiudizievoli per gli stessi	Sì: un amministratore, con competenza dell'ass. speciale anche per la sua revoca.
15	<b>EEMS Italia S.p.A.</b>	No	No	Sì: un amministratore, con espressa competenza dell'ass. speciale anche per la sua sostituzione.
16	<b>Lediberg S.p.A.</b>	No	Sì, per modifiche statutarie comunque incidenti sugli SFP, per l'emissione di nuovi SFP o nuove categorie di azioni, per ogni aumento di capitale e per ogni distribuzione di dividendi o riserve	No

	Emittente	Partecipazione all'assemblea dei soci	Diritto di veto oltre le delibere pregiudizievoli ex art. 2376 cod. civ.	Nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo
17	<b>Conbipel S.p.A.</b>	No diritto di voto; partecipazione dei rappresentanti comuni di ciascuna categoria di SFP come osservatori	Sì, per modifiche statutarie comunque incidenti sugli SFP, sull'oggetto sociale o sulla durata della società, nonché sulle previsioni statutarie relative agli organi sociali, su operazioni straordinarie e operazioni assimilabili (ad es. vendita dell'intera azienda).	Sì, nomina di un consigliere di amministrazione e di un sindaco (a favore di una categoria di SFP)
18	<b>Hydro Energia Holding S.p.A.</b>	No diritto di voto; partecipazione del rappresentante comune per comunicare le decisioni dell'Assemblea Speciale	No	No
19	<b>Euromilano S.p.A.</b>	No (ma possibile nomina di un uditore)	Sì, per una serie di materie, tra cui modifiche statutarie, operazioni straordinarie e emissione di nuovi SFP (non postergati rispetto a quelli esistenti)	No
20	<b>Panini S.p.A.</b>	No diritto di voto; partecipazione del rappresentante comune come osservatore o per comunicare le decisioni dell'Assemblea Speciale	Sì, per tutte le modifiche (anche non pregiudizievoli) relative agli SFP e alla distribuzione di utili/riserve	No
21	<b>Midco S.p.A.</b>	No	Sì, per modifiche statutarie comunque incidenti sugli SFP, sull'oggetto sociale o sulla durata della società, nonché per messa in liquidazione.	No

	<b>Emittente</b>	<b>Partecipazione all'assemblea dei soci</b>	<b>Diritto di veto oltre le delibere pregiudizievoli ex art. 2376 cod. civ.</b>	<b>Nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo</b>
<b>22</b>	<b>Nuova Sorgenia Holding S.p.A.</b>	No diritto di voto; partecipazione del rappresentante comune per comunicare le decisioni dell'Assemblea Speciale	Sì, per tutte le modifiche (anche non pregiudizievoli) relative agli SFP e alla distribuzione di utili/riserve	Sì: due amministratori, nominati da categorie diverse di SFP (in ass. speciale)
<b>23</b>	<b>Redecam Group S.p.A.</b>	No	Sì (su tutte le modifiche del Regolamento SFP)	No

**Tabella 5**

**Regime di circolazione e altre caratteristiche rilevanti**

	Emittente	Incorporazione e regime di circolazione	Altro da segnalare
1	<b>Business Integration Partners S.p.A.</b>	SFP rappresentato da certificati nominativi (non titoli di credito), non trasferibili.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diritto di esprimere pareri non vincolanti su operazioni straordinarie e modifica oggetto sociale.</li> <li>• Diritto di prendere visione dei documenti depositati presso la sede sociale a beneficio dei soci.</li> <li>• Possibilità di riscatto da parte della società in ogni momento.</li> </ul>
2	<b>Castello SGR S.p.A.</b>	SFP trasferibili solo ad altri possibili titolari (soci, amministratori o collaboratori della società) e previo gradimento del CdA; non incorporati in titoli di credito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Oltre alla partecipazione ad una quota dell'utile, i titolari di SFP hanno diritto anche ad una remunerazione calcolata in percentuale su alcuni proventi incassati dalla Società tramite la propria attività.</li> <li>• L'assemblea speciale degli SFP rende pareri non vincolati sulle principali tipologie di operazioni straordinarie.</li> <li>• In caso di approvazione da parte dell'Assemblea straordinaria di alcune delle operazioni sottoposte a parere dell'assemblea speciale degli SFP, i portatori di SFP astenuti o dissenzienti hanno diritto di recesso.</li> <li>• Il diritto di recesso spetta anche in caso di <i>change-of-control</i> e in caso di alcune modifiche di fatto dell'attività sociale, se ne possa derivare pregiudizio per i diritti patrimoniali degli SFP.</li> </ul>
3	<b>Ferretti Holding S.p.A.</b>	SFP rappresentati da certificati nominativi (non titoli di credito), trasferibili solo entro limiti previsti nel regolamento	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diritto di partecipare, <i>pari passu</i> con le azioni, alla distribuzione derivante da riduzione volontaria del capitale (anche in caso di liberazione dei soci dall'obbligo di versamenti ancora dovuti).</li> <li>• Diritto di ricevere la convocazione delle assemblee dei soci e le relazioni fornite ai soci ai sensi di legge o statuto.</li> </ul>

	Emittente	Incorporazione e regime di circolazione	Altro da segnalare
4	<b>Maccorp Italiana S.p.A.</b>	SFP incorporati in titoli di credito, ma trasferibili solo a soci o soggetti che subentrino nei crediti (derivanti da altri finanziamenti) dei titolari degli SFP.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diritto di impugnare le delibere assembleari annullabili e del CdA se “lesive dei propri diritti”.</li> <li>• Diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea dei soci (ordinaria e straordinaria).</li> <li>• Diritto di ricevere la convocazione delle assemblee dei soci e delle relazioni fornite ai soci ai sensi di legge o statuto.</li> <li>• Diritto per gli SFP B di essere informati sull'o.d.g. del CdA se decisioni oltre certe soglie di valore; diritto degli SFP di chiedere che la relativa deliberazione sia approvata da ass. ord. e da ass. speciale degli SFP.</li> </ul>
5	<b>Seves Holding S.p.A.</b>	SFP trasferibili (a condizioni previste in statuto), ma non incorporati in titoli di credito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diritto di partecipare, <i>pari passu</i> con le azioni, alla distribuzione derivante da riduzione volontaria del capitale (anche in caso di liberazione dei soci dall'obbligo di versamenti ancora dovuti).</li> <li>• Il Rappresentante Comune SFP riceve la convocazione delle assemblee dei soci e le relazioni fornite ai soci ai sensi di legge o statuto;</li> <li>• L'assemblea speciale delibera inoltre “<i>in ordine a qualsiasi altra materia di interesse comune dei Titolari?</i>”.</li> <li>• A certe condizioni (tra cui la quotazione di Seves S.p.A.), diritto di recesso degli SFP.</li> </ul>
6	<b>Azimet Holding S.p.A.</b>	SFP incorporati in titoli nominativi, non trasferibili	Espressamente esclusa l'attribuzione di ogni diritto amministrativo, così come la costituzione degli SFP in assemblea speciale

	Emittente	Incorporazione e regime di circolazione	Altro da segnalare
7	<b>Sesto Immobiliare S.p.A.</b>	SFP incorporati in titoli nominativi, trasferibili solo tra titolari SFP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Previsione di maggioranze rafforzate in CdA su alcune materie "operative", con potere di veto al consigliere nominato dagli SFP.</li> <li>• Diritto di co-vendita in caso di cambio di controllo diretto.</li> <li>• Diritto di recesso in caso di cambio di controllo indiretto.</li> <li>• Diritto di prelazione sulle azioni inoptate dai soci in caso di aumento di capitale.</li> <li>• Diritto di impugnare le delibere di assemblea e CdA.</li> <li>• Diritto di proporre azione sociale di responsabilità.</li> <li>• Diritti di informazione <i>“identici a quelli spettanti ai soc?”</i>.</li> </ul>
8	<b>Dicembre 2007 S.p.A.</b>	SFP incorporati in titoli nominativi, trasferibili (con limiti)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diritto di percepire una quota dei proventi riveniente dalla disposizione della partecipazione nel Gruppo Coin S.p.A. detenuta dalla società.</li> <li>• Diritti di informazione <i>“identici a quelli spettanti ai soc?”</i>.</li> </ul>
9	<b>IDEA Fimit SGR S.p.A.</b>	SFP rappresentato da certificati nominativi (non titoli di credito), trasferibili.	Diritto di remunerazione parametrato ad alcune voci di ricavo ( <i>fees</i> sui fondi gestiti); remunerazione corrisposta solo in caso di delibera assembleare di distribuzione di dividendi (o di riserve distribuibili)
10	<b>Intek Group S.p.A.</b>	SFP incorporati in titoli dematerializzati, quotati sul MTO di Borsa Italiana	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Interessi al tasso nominale annuo dell'8%, pagati annualmente.</li> <li>• Voto in assemblea speciale su <i>“altri oggetti di interesse comune dei titolari degli SFP”</i>.</li> <li>• Diritto di riscatto in ogni momento da parte della società, mediante rimborso.</li> </ul>
11	<b>Tasnh Holding S.p.A.</b>	SFP trasferibili (a condizioni previste in statuto), ma non incorporati in titoli di credito	Diritto degli SFP di ricevere il 69% di quanto la società incassasse dalla vendita della partecipazione detenuta in TAS S.p.A.

	Emittente	Incorporazione e regime di circolazione	Altro da segnalare
12	<b>Accadiesse S.p.A.</b>	SFP trasferibili (a condizioni previste in statuto), ma non incorporati in titoli di credito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rappresentante comune degli SFP partecipa alle riunioni del CdA come osservatore.</li> <li>• Per talune materie il CdA può deliberare solo con il voto favorevole dell'amministratore designato dagli SFP.</li> <li>• Accesso ai documenti resi disponibili ai soci, ai libri sociali e ai documenti dell'amministrazione.</li> <li>• Diritto di impugnare le delibere assembleari invalidi.</li> </ul>
13	<b>Mednav S.p.A.</b>	SFP rappresentati da certificati nominativi (non titoli di credito), trasferibili solo entro limiti previsti nel regolamento	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maggioranza rafforzata in C.d.A. per alcune decisioni (tra cui decisioni sopra soglia dimensionale), che di fatto richiede consenso dell'amministratore designato da almeno una categoria di SFP.</li> <li>• Diritto di riscatto in capo alla società e ai soci.</li> <li>• Diritto di recesso in capo ai titolari degli SFP, a condizione che l'operazione sia finanziariamente sostenibile per la società.</li> </ul>
14	<b>Carlo Tassara S.p.A.</b>	SFP trasferibili (a condizioni previste in statuto), ma non incorporati in titoli di credito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Al verificarsi di certe condizioni, per talune materie il CdA può deliberare solo con il voto favorevole dell'amministratore designato dagli SFP.</li> <li>• Accesso ai documenti resi disponibili ai soci prima delle assemblee convocate sulle materie di competenza dell'ass. speciale degli SFP.</li> <li>• In caso di liquidazione e a certe condizioni, gli SFP nominano un componente del collegio dei liquidatori.</li> </ul>
15	<b>EEMS Italia S.p.A.</b>	SFP trasferibili, ma non incorporati in titoli di credito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Accesso ai documenti resi disponibili ai soci ai sensi di legge o di Statuto.</li> <li>• <i>“L'assemblea speciale dei Titolari delibera inoltre in ordine a qualsiasi altra materia di interesse comune dei Titolari?”.</i></li> </ul>

	Emittente	Incorporazione e regime di circolazione	Altro da segnalare
16	<b>Lediberg S.p.A.</b>	SFP incorporati in titoli di credito, ma trasferibili solo tra titolari di SFP o altre banche aderenti all'accordo di ristrutturazione	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dopo una certa data, diritto di recesso <i>ad nutum</i>; gli SFP non receduti entro certa data, saranno soggetti a diritto di riscatto della società.</li> <li>• Diritto di esprimere il consenso al trasferimento delle azioni da parte dei soci (limite alla circolazione limitato nel tempo).</li> <li>• Diritto di covendita degli SFP rispetto alla cessione delle azioni da parte dei soci; conseguente diritto di trascinarsi dei soci a carico degli SFP in caso di mancato esercizio del diritto di covendita.</li> <li>• Le decisioni sul consenso al trasferimento delle azioni ed il diritto di covendita sono esercitati in assemblea speciale.</li> </ul>
17	<b>Conbipel S.p.A.</b>	SFP incorporati in titoli nominativi, trasferibili (con limiti)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fino a che la categoria degli SFP convertibili in azioni non sia convertita, alcune tipologie di decisioni gestionali sono riservate al C.d.A. (e non delegabili) e devono essere deliberate con maggioranze rafforzate. (che di fatto richiedono voto favorevole dell'amministratore designato da SFP).</li> <li>• Diritto di impugnare le delibere assembleari annullabili e quelle del C.d.A. lesive dei diritti degli SFP.</li> </ul>
18	<b>Hydro Energia Holding S.p.A.</b>	Titoli di credito nominativi; trasferibili ma con lock-up per 7 anni	N/A
19	<b>Euromilano S.p.A.</b>	SFP trasferibili solo a soci o altri titolari di SFP; non incorporati in titoli di credito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Il CdA trasmette ogni trimestre un conto economico pro-forma e una relazione illustrativa.</li> <li>• Due delle quattro categorie di SFP hanno diritto di (i) ricevere le convocazioni delle assemblee e delle riunioni del CdA e (ii) di nominare un uditore che può intervenire in assemblea e CdA e porre domande.</li> </ul>
20	<b>Panini S.p.A.</b>	SFP trasferibili (a condizioni previste in statuto), ma non incorporati in titoli di credito	Accesso ai documenti resi disponibili ai soci prima delle assemblee convocate sulle materie di competenza dell'assemblea speciale degli SFP.

	Emittente	Incorporazione e regime di circolazione	Altro da segnalare
21	<b>Midco S.p.A.</b>	SFP incorporati in titoli nominativi, trasferibili (con limiti)	Diritto di covendita degli SFP rispetto alla cessione delle azioni da parte dei soci.
22	<b>Nuova Sorgenia Holding S.p.A.</b>	SFP trasferibili (a condizioni previste in statuto), ma non incorporati in titoli di credito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Previste 15 categorie di SFP.</li> <li>• Accesso ai documenti resi disponibili ai soci prima delle assemblee.</li> </ul>
23	<b>Redecam Group S.p.A.</b>	SFP rappresentati da certificati nominativi (non titoli di credito), trasferibili solo entro limiti previsti nel regolamento	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diritto di esprimere pareri non vincolanti su operazioni straordinarie e modifica oggetto sociale.</li> <li>• Diritto di prendere visione dei documenti depositati presso la sede sociale a beneficio dei soci.</li> <li>• Diritto di recesso rispetto a modifiche del regolamento, per titolari dissenzienti.</li> </ul>



## **BIBLIOGRAFIA**

### **AA. VV.**

AA. VV., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in diritto commerciale interno e internazionale dell'Università Cattolica di Milano*, in *Riv. soc.*, 2002, 1466.

AA. VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004.

AA. VV., *Report on the proportionality principle in the European Union (Proportionality between ownership and control in EU listed companies - External study commissioned by the European Commission)*, 18 maggio 2007, disponibile al *link*: [http://www.ecgi.org/osov/final\\_report.php](http://www.ecgi.org/osov/final_report.php)

### **A**

ACCORNERO A. - ROBBIANO C., *Strategie societarie per la ristrutturazione del debito bancario*, in *Società*, 2011, 916.

ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994.

ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma.*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 131

ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 285.

ABRIANI N., *Delle azioni e di altri strumenti finanziari*, in AA. VV. *Il nuovo diritto societario*, I, Torino, 2004, 216.

ABRIANI N., *Il capitale sociale dopo la "nuova" Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. "semplificazione" della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Riv. dir. impr.*, 2009, 248.

ABRIANI N., *Finanziamenti "anomali" dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Studi in onore di Zanarone*, Torino, 2011, 319.

ABU AWWAD A., *I "diritti di voto e di partecipazione" fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 312.

- ABU AWWAD A., *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013.
- ALLEGRI V., *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. impresa*, 2004, 239.
- ALVARO S. - CIAVARELLA A. - D'ERAMO D. - N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, Quaderno giuridico Consob n. 5, gennaio 2014.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003.
- ANGELICI C., *Le società per azioni. I. Principi e problemi*, nel *Trattato di diritto civile e commerciale già dir.* da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012.
- ANGELILLIS A., *Modifiche legislative in tema di società a responsabilità limitata c.d. Starter in Belgio*, notizia in *Riv. soc.*, 2014, 283.
- ANNUNZIATA F. - GIOMBINI A., *La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, novembre 2014, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015.
- ARDIZZONE L. - VITALI M. L., *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità: il paradosso del socio senza azioni*, 28 gennaio 2013, Relazione per il IV Convegno annuale di Orizzonti del diritto commerciale "Impresa e mercato fra liberalizzazioni e regole", in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it).
- ARMOUR J., *Legal capital: an outdated concept?*, 2006, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- ASCARELLI T., *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955.
- ASSONIME, *L'assegnazione di strumenti finanziari partecipativi ai dipendenti di società*, *Il Caso* n. 6/2014.
- AUDINO A., commento all'art. 2411, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, v. II.
- B**
- BALLANCIN A., *La rilevanza fiscale degli LAS in tema di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. tributario*, 2008, I, 975.
- BALP G., *Il progetto di una legge tedesca sul capitale legale minimo della società a responsabilità limitata*, notizia in *Riv. soc.*, 2005, 1167.
- BALP G., commento all'art. 2467 cod. civ., in P.G. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari (dir. da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 227.

BALP G., *I c.d. Standy Equity Distribution Agreements: aumento di capitale ed effettività del conferimento*, in *Riv. soc.*, 2013, 696.

BARCELLONA E., *Clausole di put & call a prezzo predefinito*, Milano, 2004.

BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato. Fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012.

BARTALENA A., *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 293.

BARTOLACELLI A., *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012.

BARTOLACELLI A., *Strumenti finanziari partecipativi di s.p.a. ed applicazione nell'ambito dell'impresa aeroportuale*, 30 ottobre 2013, in *ilcaso.it*.

BIGELLI M. - GENCO R., *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative: verso il mercato dei capitali?*, in *Società*, 2005, 852.

BIONE M., *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, in P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca, *Il Diritto delle società oggi - Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011, 21.

BIONE M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 266.

BLANDINI A., in C. Montagnani (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 3.

BOLLETTINARI A., *Le novità previste dal D.L. 3/2015: l'introduzione delle "piccole e medie imprese innovative" e la modifica della disciplina della startup innovativa*, in *NDS*, 2015, 4, 43

BOMPANI A. - CATELANI E., *Project bond & commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, Milano, 2012.

BONFATTI S., *Prestiti dei soci, finanziamenti infragruppo e strumenti "ibridi" di capitale*, in Bonfatti-Falcone (a cura di), *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, Milano, 2004, 310.

BRANCADORO G., *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005.

BUONOCORE V., *Commento breve al decreto legislativo 17 gennaio 2003 n. 6, recante la "riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001 n. 366"*, in *Giur. comm.*, 2003, suppl. al n. 4, 17.

BUSANI A. e SAGLIOCCA M., *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Società*, 2011, 925.

BUSANI A. - SAGLIOCCA M., *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Società*, 2012, 1189.

BUSANI A., *Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, in *Società*, 2013, 1317.

BUSANI A., *Massimario delle operazioni societarie*, Assago, 2015.

BUSSOLETTI M., *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 261.

BUSSOLETTI M., *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 29.

## C

CAGNASSO O., *Le novità relative alla s.r.l.*, in *NDS*, 2015, 9, 7.

CAGNONI A. - CAGNONI G., *Conferimenti e apporti nelle società di capitali*, Milano, 2004.

CALLEGARI M., *sub art. 2437*, in G. Cottino *et al.* (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2004, II, 1389.

CALVOSA L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 195.

CAMPOBASSO M., *Finanziamento del socio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 441.

CAPOLINO O., *sub art. 2410*, in F. d'Alessandro (dir. da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, t. 2, Padova, 2011.

CAPRIGLIONE F., *Disciplina delle partecipazioni bancarie e sottoscrizione di "strumenti finanziari partecipativi"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 236.

CARRIÈRE P., *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, 2014, 183.

CARRIÈRE P., *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014, 449.

CAVALLO BORGIA R., *Della società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, in F. Galgano (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2005.

CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 402.

CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006.

CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella "nuova" s.p.a.*, in Abbadessa-Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, 737.

CIAN M., *La nozione di "partecipazioni societarie" nella disciplina dei patti di famiglia*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 767.

CIAN M., *Le società di capitali (a r.l.) "quasi a-capitalizzate": spunti per una ricostruzione sistematica della disciplina*, in *NLCC*, 2014, 755.

CIAN M., *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *NLCC*, 2014, 1178.

CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art.2346 c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 221.

CINCOTTI C., *La disciplina della SARL di diritto francese nell'ambito del dibattito europeo sul capitale sociale*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, 600.

CIOCCA N., commento all'art. 2437-*sexies*, in F. d'Alessandro (dir. da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, t. 2, Padova, 2011, 807.

CIOCCA N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012.

CHIAIA M. - FRANCIOSI L.M., *Strumenti finanziari a debito e usura*, in *NGCC*, 2005, II, 224.

CORASANITI G., *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni: dalla riforma del diritto societario alla riforma dell'imposta sul reddito delle società*, in *Dir. e pratica tributaria*, 2003, I, 875.

CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 416.

COSTI R., *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 117.

COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in Abbadessa-Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, 729.

COTTINO G., *Diritto societario* (seconda edizione a cura di O. Cagnasso), Padova, 2011.

## D

D'ALESSANDRO F., *“La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata”*. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?, in *Riv. soc.*, 2003, 38

DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli altri strumenti finanziari partecipativi*, in *NGCC*, 2003, II, 361 e in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 249.

DE LUCA N., *Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater t.u.f.*, in *RDS*, 2012, I, 23.

DE LUCA N., *Riserve indisponibili, riserve indisponibili e incidenza delle perdite*, in *Riv. soc.*, 2013, 464 ss.

DE LUCA N., *Conferimenti e creazione di valore. Note sui conferimenti di opere e servizi nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2014, 723.

DEMURO I., *L'incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex art. 2449 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 581.

DENOZZA F., *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules)*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, 585.

DENTAMARO A., *“Obbligazioni” societarie ex art. 32, legge n. 134/2012 e crisi d'impresa*, in *RDS*, 2013, 562.

DI CATALDO V., *Il recesso del socio di società per azioni*, in in P. Abbadessa - G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, III, 219.

DI GIROLAMO F., *Le obbligazioni e gli altri titoli di debito nel fallimento dell'emittente, con uno sguardo alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1109.

DI SABATO F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 13.

## E

ENGERT A., *Life Without Legal Capital: Lessons from American Law*, Ludwig Maximilians Universitat Munchen Working Paper, 2006, in *www.ssrn.com*.

ENRIQUES L. (e MACEY J.), *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 85.

ENRIQUES L., *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi e ibridi e di azioni correlate e riscattabili (con un caveat sulle trasformazioni elusive da s.r.l. a s.p.a.)*, in De Tilla - Alpa - Petti (a cura di), *Nuovo diritto societario*, Roma, 2003, 108.

ENRIQUES L. (e SCASSELLATI SFORZOLINI G.), *Adeguamenti statutari: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, in *Notariato*, 2004, 69.

ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 166.

ENRIQUES L., *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 607.

ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità, lectio magistralis* tenuta al Dipartimento di Economia dell'Università di Trento il 3 novembre 2011, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it).

ENRIQUES L., *Crisi, regole e intermediari di minori dimensioni: verso la Mifid-2*, intervento al XIV congresso nazionale del credito cooperativo, Roma, 9 dicembre 2011, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it).

## F

FACCHINI F. - PEZZATO G., *Strumenti finanziari partecipativi esteri*, in *Corriere tributario*, 2004, 2897.

FERRAN E., *Principles of corporate finance law*, Oxford, 2008.

FERRAN E., *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

FERRI G. JR., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 119.

FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 819, e in Montagnani (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 79.

FERRI G. JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, I, 750.

FERRI G. JR., *I "versamenti soci"*, in G. Gitti - M. Maugeri - M. Notari, *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati, società*, Bologna, 2012.

FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 679.

FESTA, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, *Riv. not.*, 2008, I, 1231.

FORESTIERI G., *Il nuovo diritto societario e le prospettive della finanza aziendale*, in P. Benazzo - S. Patriarca - G. Presti (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003, 273 ss.

FREGONARA E., *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013.

## G

GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, nel *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* dir. da F. Galgano, XXIX, Padova, 2003.

GALLETTI D., *sub art. 2437*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, v. II, 1472.

GAMBINO A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 380.

GAMBINO A., *Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma*, in *Riv. not.*, 2002, I, 279.

GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, 641.

GHEZZI F. - VENTORUZZO M., *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Riv. soc.*, 2008, 668

GIAMPIERI A., *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 412.

GIANNELLI A., *commento all'art. 2411*, in P.G. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari *Commentario alla riforma delle società*, 2008, Milano.

GIANNELLI A., *Un documento congiunto di Banca d'Italia, Consob e Isvap in materia dei c.d. Tremonti Bond*, in *Riv. soc.*, 2009, 1209.

GIANNELLI A., *La disciplina in materia di obbligazioni emesse da società non quotate dopo il "Decreto per la Crescita"*, notizia in *Riv. soc.*, 2012, 831.

- GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013.
- GIANNELLI A., *Ancora novità legislative per favorire il finanziamento delle società non quotate mediante i mercati dei capitali*, notizia in *Riv. soc.*, 2014, 916.
- GIANNELLI G., *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 163.
- GINEVRA E., *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 171.
- GINEVRA E., *Le obbligazioni*, in M. Cian (a cura di), *Diritto commerciale*, Torino, 2014, v. II, 336.
- GINEVRA E., *Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni*, in M. Cian (a cura di), *Diritto commerciale*, Torino, 2014, v. II, 351.
- GRANELLI C., *Il trionfo dell'autonomia privata nelle società di capitali "riformate"?*, in *Obbl. e contratti*, 2005, 198.
- GROSSO P., *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in Ambrosini (a cura di), *La riforma delle società*, 2003, 125.
- GUIZZI G., *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015, 153.

## H

- HOPT K.J., *Comparative Company Law*, ECGI Working Paper n. 77, 2006, disponibile su [www.ecgi.org/wp](http://www.ecgi.org/wp), ed anche in M. Reimann - R. Zimmermann (a cura di), *The Oxford Handbook of Comparative Law*, Oxford, 2006, 1161.

## I

- INNOCENTI F., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, Perugia, 2010.

## J

- JUAN-MATEU F., *Private Company in Spain - Some Recent Developments*, in *European Company and Financial Law Review* 60, 2004, 60.

## K

KPMG, *Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU accounting regime*, 2008.

KRAAKMAN R. - DAVIES P. - HANSMANN H. - HERTIG G.- HOPT K.- KANDA H. - ROCK E., *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006 (traduzione italiana a cura di L. Enriques della prima edizione di *The Anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach*, Oxford, 2004).

## L

LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.

LAMANDINI M., *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *Riv. soc.*, 2002, 139.

LAMANDINI M., *La riforma della struttura finanziaria delle cooperative. Qualche spunto per il legislatore delegato*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 358.

LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 532.

LAMANDINI M., commento agli artt. 2526 e 2541, in P.G. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari (dir. da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2007, 203.

LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, relazione al Convegno di studio su “Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati”, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, disponibile su [www.cnpds.it](http://www.cnpds.it)

LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011.

LIBERTINI M., *Riflessioni generali al tema del “Finanziamento dell’impresa societaria”*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 249.

LIBERTINI M. - MIRONE A. - SANFILIPPO P.M., commento *sub* art. 2346, in F. d’Alessandro (dir. da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Padova, 2010, vol. II, t. I, 235.

LIBERTINI M. - ANGELICI C., *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, 1.

LIBONATI B., *Titoli atipici e non (i certificati di associazione in partecipazione)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1985, I, 468.

LIBONATI B., *I nuovi strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 1.

LIBONATI B., *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in Balzarini P. - Carcano - Ventoruzzo (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano, 2007, 579.

LOLLI A., *Gli strumenti finanziari. Commento agli artt. 2346-2354*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 190 ss.

LUONI S., *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito*, Bologna, 2010.

LUPOI A., *Strumenti di investimento nell'impresa (forme complesse di garanzia)*, in *Contr. impresa*, 2007, 278.

## M

MAFFEI ALBERTI A., *Considerazioni introduttive al tema del "Finanziamento dell'impresa societaria"*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 243.

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

MAMBRIANI A., *La società a responsabilità limitata con capitale inferiore ad Euro 10.000,00*, in *NDS*, 2015, 4, 9

MANGANO P., *Titolari di strumenti finanziari partecipativi e qualifiche penali*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2004, 683.

MANULI M., *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche*, in *Società*, 2013, 1191.

MARCHETTI P., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, I, 485.

MARCHETTI P., *Dove vanno le massime del Notariato in materia societaria. Invito ad una riflessione*, 18 gennaio 2013, relazione per il IV Convegno Annuale di Orizzonti del Diritto Commerciale "Impresa e mercato fra liberalizzazioni e regole", in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it).

MARCHETTI P., *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat - Chrysler*, in *Riv. soc.*, 2014, 1124 ss

MARCHETTI P., *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno del Consiglio Notarile di Milano, 22 settembre 2014, reperibile in [www.marchettilex.it](http://www.marchettilex.it).

MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. e impresa*, 2014, 221.

MAUGERI M., *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t. u. f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1292.

MAUGERI M., *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005.

MAUGERI M., *Gli strumenti finanziari "partecipativi"*, in A. Gambino (a cura di), *Società di capitali. Casi e materiali. II*, Torino, 2006, 95.

MEROI S., *La nuova normativa fiscale applicabile agli strumenti finanziari partecipativi e alle obbligazioni*, in *Dir. e pratica tributaria*, 2006, I, 3.

MIGNOLI A., *Le partecipazioni agli utili nelle società di capitali*, Milano, 1966.

MIGNONE G., commento *sub art. 2346, co. VI*, in G. Cottino *et al.* (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2004, I, 253.

MIGNONE G., *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. soc.*, 2006, 1030.

MIGNONE G., *L'associazione in partecipazione*, nel Commentario *Schlesinger*, Milano, 2008.

MIGNONE G., *Gli strumenti finanziari di cui al 6° co. dell'Art. 2346*, in Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti (dir. da), *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009. Commentario*, 2009, 299.

MIOLA M., *I conferimenti in natura*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1\*\*\*, 2004, 250.

MIOLA M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta di risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 469.

MIOLA M., *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in Balzarini P. - Carcano - Ventoruzzo (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano, 2007, 363.

MIOLA M., *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, 237.

MONDINI P.F., *Le azioni correlate*, Milano, 2009.

- MONTALENTI P., *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 420.
- MONTALENTI P., *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, in *NDS*, 2015, 22, 9.
- MOSCO G.D., *La raccolta dei capitali in un nuovo Manuale sulla società per azioni*, in *Società*, 2013, 814.
- MOZZARELLI M., *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013.
- MUCCIARELLI F.M., *Società di capitali, trasferimento all'estero della sede sociale e arbitraggi societari*, Milano, 2010.
- MUSCOLO G., *Gli strumenti finanziari*, in O. Cagnasso - L. Panzani (dir. da), *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2013, 163.

## N

- NIUTTA A., *Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447/bis, I comma, lett. A): un nuovo mezzo di finanziamento del diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 235.
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 45 ss.
- NOTARI M., *Azioni e strumenti: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 542.
- NOTARI M., *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Società*, 2005, 5.
- NOTARI M., *Note a margine dei primi dati statistici sugli effetti della riforma delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2006, 385.
- NOTARI M. - GIANNELLI A., commento al comma 6 dell'art. 2346, in P.G. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari (dir. da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 52.
- NOTARI M., *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in AA. VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*. Liber discipulorum, Milano, 2011, 497.
- NOTARI M., *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, in G. Gitti - M. Maugeri - M. Notari, *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati, società*, Bologna, 2012.
- NOTARI M., *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, 247.

## O

OLIVIERO P., “Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi dell’impresa, in F. Bonelli (a cura di), *Crisi di imprese. Casi e materiali*, Milano, 2011, 91.

OPPO G., *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in Abbadessa-Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum, Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2006, 715.

ONZA M. - SALAMONE L., *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in N. Abriani (a cura di), *Diritto commerciale*, nei *Dizionari del diritto privato* promossi da N. Irti, Milano, 2011, 651.

## P

PACIELLO A., *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 155.

PACIELLO A., *sub art. 2437*, in G. Niccolini - A. Stagno d’Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 1105.

PACIELLO A., *La funzione normativa del capitale nominale*, in *RDS*, 2010, 2.

PARRELLA L., *Raccolta di risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2006, I, 67.

PATRIARCA S., *Le azioni di godimento*, Milano, 1992.

PATRONI GRIFFI U., *Le azioni correlate*, Napoli, 2005

PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2003, I, 547.

PERNAZZA F., *La mobilità delle società in Europa: da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, in *Dir. comm. int.*, 2015, 439.

PICARDI L., *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013.

PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268.

POLI S., *Il pegno di azioni*, Milano, 2000.

POLLASTRO I., *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, in NDS, 2015, 43.

POMELLI A., *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510.

PORTALE G.B., *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 33.

PORTALE G.B., *Appunti in tema di "versamenti in conto futuri aumenti di capitale" eseguiti da un unico socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, 93.

PORTALE G.B., *"Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, 1.

PORTALE G.B., *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 374.

PORTALE G.B., *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 706.

PORTALE G.B., *Dal capitale assicurato alle tracking stocks*, in *Riv. soc.*, 2002, 155.

PORTALE G.B., *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. giur.*, 1663.

PORTALE G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in G.E. Colombo - G.B. Portale (dir. da), *Trattato delle società per azioni*, 1\*\*, Torino, 2004, 3.

PORTALE G.B., *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 424.

PORTALE G.B., *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con "capitale destinato" (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, 1237.

PORTALE G.B., *Lezioni pisane di diritto commerciale* (a cura di F. Barachini), Pisa, 2014.

PORTALE G.B., *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall'"importanza quasi-sacramental" al ruolo di "ferro vecchio"?)*, in *Riv. soc.*, 2015, 815

PREITE D., *Associazione in partecipazione e società: una distinzione difficile*, in *Giur. comm.*, 1982, II, 436.

## R

RABITTI BEDOGNI C., *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, I, 185.

RACUGNO G., *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, 559.

RESCIGNO M., *Nuove categorie di azioni e di strumenti partecipativi: legge, mercato e problemi in evoluzione*, negli *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, Quaderno Giuridico Consob n. 9, ottobre 2015.

RESCIO G., *Clausole di maggiorazione del dividendo ad incentivazione dell'azionariato attivo*, trascrizione dell'intervento al Convegno "I diritti degli azionisti di società quotate e le nuove regole assembleari: la Direttiva 2007/36/CE" organizzato dalla Fondazione italiana del Notariato e tenutosi a Milano il 15 ottobre 2010, disponibile al link <http://elibrary.fondazione-notariato.it>.

RIGHINI A., *I conferimenti d'opera e servizi nelle società di persone e di capitali: alcune riflessioni traibili dal nuovo art. 2500 quater c.c.*, in *Contr. impresa*, 2005, 1131.

RIMINI E., *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1065.

RORDORF R., *La continuità aziendale tra disciplina di bilancio e diritto della crisi*, in *Società*, 2014, 917 ss.

ROSSI G., *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 1.

## S

SACCO GINEVRI A., *Le azioni di risparmio (quarant'anni dopo)*, in *NDS*, 2015, 4, 23.

SAGLIOCCA M., *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, in *RDS*, 2013, 326.

SALANITRO N., *Strumenti di investimento finanziario e strumenti sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, 289.

SALANITRO N., *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in P. Abbadessa - G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, 719.

SANASI P., *Partecipazione al capitale sociale e rilevanza della figura del socio. L'orientamento legislativo degli ultimi anni*, in *NDS*, 2015, 16, 9.

SANDRELLI G., *La direttiva sul capitale sociale dopo l'«aggiornamento» del 2006: dibattito e riforme*, in *Riv. dottori comm.*, 2008, 1125.

SANDRELLI G., *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di “organismo di investimento collettivo del risparmio” a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 387.

SANTAGATA R., *Strumenti finanziari partecipativi a “specifici affari” e tutela degli investitori in patrimoni destinati (Appunti)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 302.

SANTAGATA R., *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili” (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 537.

SANTELLA P., *Prospettive del diritto societario europeo*, in *RDS*, 2010, 770.

SANTONASTASO F., *Dalla “golden share” alla “poison pill”: evoluzione o involuzione del sistema? Da una prima lettura del 381°-384° comma dell'art. 1 l. 23 dicembre 2005, n. 266*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 383.

SANTONASTASO F., commento all'art. 2449, in F. d'Alessandro (dir. da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Padova, 2010, vol. II, t. 2, 1091.

SASSO C., *La nota integrativa nella riforma della società*, in *Riv. dir. impresa*, 2005, 334.

SCARABINO R., *Gli strumenti finanziari partecipativi: inquadramento tipologico della fattispecie e profili di disciplina*, gennaio 2009, in <http://www.luiss.it/siti/media/8/20090223-strumenti-finanziari-scarabino.pdf>.

SCIMEMI E., *La vendita del voto*, Milano, 2003.

SFAMENI P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.

SORCI E., *Contributo alla ricostruzione della fattispecie strumento finanziario partecipativo (uno, nessuno o centomila?)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 403.

SPADA P., *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi (impresa-corporation e provvista del capitale di credito)*, in *Riv. dir. impresa*, 2004, 253.

SPADA P., *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, I, 9.

SPADA P., *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 621.

SPADA P., *La provvista finanziaria tra destinazione ed attribuzione*, in P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca, *Il Diritto delle società oggi - Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011, 5.

SPADA P., *Un numero che detta regole. Ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, 437.

SPOLIDORO M.S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2003, I, 205.

SPOLIDORO M.S., *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro)?*, in *Riv. soc.*, 2013, 1085.

SPOLIDORO M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, relazione al Convegno di studio su “Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati”, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, disponibile su [www.cnpds.it](http://www.cnpds.it).

STAGNO D'ALCONTRES A., *Tipicità e atipicità nei titoli di credito*, Milano, 1992.

STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento agli artt. 2346 e 2351*, in G. Niccolini - A. Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 262.

STELLA RICHTER JR. M., *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle proprie azioni*, in G. Ferri jr e M. Stella Richter jr (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, 2010, 91 e in *Studi in onore di U. Belviso*, vol. I, Bari, 2011, 807.

STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 89.

STRAMPELLI G., *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli LAS/IFRS*, Torino, 2009.

STRAMPELLI G., *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605.

## T

TAMI A., *Le nuove modalità di finanziamento dell'impresa dopo la riforma societaria: gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 1005.

TARABUSI M., *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, 457.

TEDESCHI C., *Le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto*, in *Società*, 2015, 1073.

TENORE M., *La rilevanza fiscale degli LAS in tema di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. tributario*, 2008, I, 999.

TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082.

TOMBARI U., *Strumenti finanziari partecipativi e diritti amministrativi nella società per azioni*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 5571/I, 2005.

TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi della società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143.

TULLIO P., *Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti di partecipazione all'affare*, in *NDS*, 364.

TURCO M., *Aspetti giuridici e contabili degli strumenti finanziari partecipativi*, Roma, 2005.

## V

VALZER A., *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012.

VALZER A., *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, in *Riv. soc.*, 2014, 47.

VEGAS G., *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, 22 ottobre 2013, in *www.consob.it*.

VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512

VENTORUZZO M., *Requiem inopportuno per il capitale sociale*, 15 settembre 2015, in *www.lavoce.info*.

VISENTINI G., *Diritto commerciale. La società per azioni*, Padova, 2012.

VITALI M.L., *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013.

VON DER LAAGE G.D., *La "Unternehmersgesellschaft (haftungsbeschränkt)": il nuovo modello di GmbH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca*, in *Riv. soc.*, 2011, 404.

## W

WUISMAN I., *The Societas Unius Personae (SUP)*, in *European Company Law*, 2015, 1, 34.

## Z

ZOPPINI A., *Due note in tema di interesse sociale e finanziamento delle società per azioni*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 275.



## **GIURISPRUDENZA CITATA**

### Corte di Cassazione

Cass. civ., 23 dicembre 2012, n. 2758, in *Notariato*, 2012, 253, con nota di U. MORERA.

Cass. civ., 12 novembre 2010, n. 23015, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, 536, con nota di N. CIOCCA.

Cass. civ., 18 settembre 2003, n. 13746, in *Vita not.*, 2004, 327.

Cass. civ., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478.

### Corti d'Appello

App. Milano, Pres. E. Secchi, Rel. F. Fieconi, 20 ottobre 2014, n. 3674, in *Contratti*, 2015, 999, con nota di C. PALOMBA.

App. Brescia, Pres. Bitonte, Rel. Miglio, 2 luglio 2014, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1053, con nota di M. VENTORUZZO.

### Tribunali

Trib. Milano (ordinanza), sez. Impresa B, G. A. Dal Moro, 5 ottobre 2015 (inedita).

Trib. Milano, sez. Impresa B, Pres. Est. E. Riva Crugnola, 31 luglio 2015, n. 9189, in *ilcaso.it*.

Trib. Roma (decreto), Pres. Scerrato, Est. G. Romano, 30 aprile 2014, n. 2964, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

Trib. Milano, 30 dicembre 2011, Pres. Est. E. Riva Crugnola, in *Giur. comm.*, 2012, II, 729 ss., con nota di F. DELFINI.

Trib. Spoleto, 12 dicembre 1996, in *Rass. giur. umbra*, 1997, 73.