

Università Commerciale “Luigi Bocconi” Milano

”XIX” Cycle

Ph.D. Dissertation in Law of Business and Commerce

**“Financial structure and corporate governance in share
companies ”**

P.h.D. Dissertation by :

“CAMILLA PELLEGRINI”

Matr. n°: **“P935874”**

Anno Accademico 2005-2006

Università Commerciale Luigi Bocconi - Milano

Ciclo “XIX”

Dottorato di ricerca in Diritto dell'impresa

**“La struttura finanziaria e il governo societario nelle società
per azioni”**

Tesi di Dottorato di :

“CAMILLA PELLEGRINI”

Matr. n°: **“P935874”**

Predisporre n 6 copie colore blu' similpelle colore n 9....scritta in oro e utilizzare la copertina scritta in italiano.....grazie.....saluti.....

Anno Accademico 2005-2006

Anno Accademico 2005-2006

UNIVERSITA' COMMERCIALE LUIGI BOCCONI

DOTTORATO IN DIRITTO DELL'IMPRESA

XIX CICLO

ANNO ACCADEMICO 2006-2007

**La struttura finanziaria e il governo societario nelle
società per azioni**

Diritto commerciale

Camilla Pellegrini

P935874

INDICE

Capitolo I

Il finanziamento delle società per azioni e la riforma del diritto societario

- | | |
|---|-------|
| 1. Premessa | p. 1 |
| 2. Il contesto: “azioni” e “obbligazioni” | p. 7 |
| 3. L’autodeterminazione degli interessi patrimoniali e la libertà di iniziativa economica | p. 13 |
| 4. Il principio di tipicità | p. 18 |
| 5. Il principio “ <i>one share - one vote</i> ” | p. 22 |

Capitolo II

Gli strumenti finanziari partecipativi

- | | |
|--|-------|
| 1. Il quadro normativo: dai titoli di credito agli strumenti finanziari partecipativi | p. 28 |
| 1.1. Premessa | p. 28 |
| 1.2. Le opzioni interpretative dei titoli di credito: possibili ripercussioni sugli strumenti finanziari partecipativi | p. 29 |
| 1.3. Dai valori mobiliari agli strumenti finanziari: la dematerializzazione | p. 32 |
| 1.4. Gli strumenti finanziari <i>tout court</i> : profili di interferenza con la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi | p. 37 |
| 2. Tratti essenziali della fattispecie | p. 40 |
| 2.1. La nozione di “partecipativo” | p. 40 |
| 2.2. La qualificazione del rapporto giuridico | p. 45 |
| 2.3. La causa tipica | p. 50 |
| 2.4. La competenza all’emissione | p. 54 |
| 2.5. Restituibilità e contabilizzazione dell’apporto | p. 58 |
| 2.6. Il diritto di voto: modalità di esercizio | p. 62 |
| 2.7. Gli altri diritti amministrativi | p. 66 |
| 2.8. Il diritto di opzione | p. 72 |

Capitolo III

La struttura finanziaria e la *corporate governance*

- | | |
|--|-------|
| 1. I conflitti di interessi | p. 75 |
| 1.1. Cenni di analisi economica del diritto | p. 75 |
| 1.2. Le tutele ai portatori di strumenti finanziari | p. 83 |
| 2. Gli strumenti finanziari e la nomina degli organi | p. 88 |

sociali	
2.1. Gli amministratori della minoranza: l'art. 2368 c.c. e l'art. 147-ter, t.u.f.	p. 88
2.2. L'art. 2351 c.c.	p. 91
2.3. L'iter legislativo e il dibattito dottrinale: il voto di lista	p. 95
2.4. Sull'opportunità della nomina da parte delle minoranze degli amministratori	p. 100
2.5. La nozione di "indipendenza"	p. 104
2.6. Poteri di gestione e poteri di controllo	p. 107
2.7. Composizione del cda e doveri fiduciari	p. 114
2.8. Conclusioni	p. 121

Capitolo IV

Gli strumenti finanziari partecipativi e la disciplina dell'opa obbligatoria

1. Premessa	p. 123
2. La nozione di "partecipazione"	p. 126
3. La nozione di controllo: l'art. 2359 c.c.	p. 133
4. Gli strumenti finanziari rilevanti	p. 139
5. La soglia fissa: rilievi comparati	p. 142
6. L'incidenza degli strumenti finanziari sul controllo societario	p. 144
7. Disparità di trattamento e profili critici	p. 147
8. Proposte regolamentari	p. 150
Indice bibliografico	p. 152

Capitolo I

Il finanziamento delle società per azioni e la riforma del diritto societario

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Il contesto: “azioni” e “obbligazioni”. - 3. L’autodeterminazione degli interessi patrimoniali e la libertà di iniziativa economica. - 4. Il principio di tipicità. - 5. Il principio “one share - one vote”.

1. Premessa

Gli strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, co.6, c.c.) sono stati introdotti dal legislatore della riforma in attuazione dell’art. 4, comma 6°, lettera c), della legge delega (l. 3 ottobre 2001, n. 366) e rappresentano una significativa novità in termini operativi e sistematici.

Alle figure dell’ “azione” e dell’ “obbligazione”, nei loro molteplici contenuti, si aggiunge ora la categoria intermedia e dai contorni ancora sfuggenti - sia per quanto attiene al profilo della delimitazione della fattispecie, che a quello della ricostruzione della disciplina - degli strumenti finanziari partecipativi, in ragione degli esigui elementi forniti dal legislatore in merito agli elementi caratterizzanti la fattispecie di strumento finanziario “partecipativo”.

Come anticipato, la legge delega per la riforma del diritto societario richiede, all’art. 4, co. 6, lett. c), di “prevedere, al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali ..., la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi”.

Identica previsione era contenuta nell’art. 4, co. 6, del progetto Mirone, la cui relazione introduttiva precisava che “si è ravvisata l’esigenza di superare le attuali rigidità del sistema e di consentire alle società per azioni, come già avviene in altri sistemi giuridici, l’utilizzo di una più estesa gamma di prodotti finanziari utilizzabili per la raccolta di capitale di credito e di rischio. In questo

senso la lett. c) del comma 6 prevede un'ampia possibilità di emissione di strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi e consente una vasta scelta in merito alla modulazione dei diritti patrimoniali e di quelli amministrativi ad essi connessi: ciò, ovviamente, fatte salve le riserve di attività previste dalle leggi vigenti”.

La disciplina degli strumenti partecipativi testimonia l'apertura del legislatore all'innovazione finanziaria e consente un più agevole recepimento degli strumenti ibridi diffusi nella prassi finanziaria internazionale.

Come noto, il codice civile del 1942 ha creato una disciplina della società per azioni cui risulta estranea una visione dell'impresa sociale come strumento per una efficiente raccolta di capitale ed una sua ottimale allocazione in investimenti produttivi.

Nessun rilievo assumeva il problema di come incentivare la partecipazione alle società di detentori di capitali e di come assicurare che la maggioranza dei soci li gestisse ottimamente¹.

A ben vedere, il sistema di finanziamento della società per azioni contenuto nel codice civile presupponeva che i mezzi di finanziamento della società fossero forniti innanzitutto dai soci interessati all'esercizio dell'impresa (i c.d. soci imprenditori) e che le società potessero ricorrere al finanziamento bancario, al fine di reperire quanto i soci, o comunque l'impresa in sede di autofinanziamento, non fossero in grado di procurare. Nessun rilievo rivestiva, invece, l'idea che la società potesse reperire i mezzi finanziari presso soggetti non interessati a partecipare ad un'iniziativa economica comune, ma soltanto ad un investimento. Tale impostazione del finanziamento delle società di capitali ha mostrato limiti rilevanti quando le imprese societarie si sono trovate a concorrere con imprese di altra nazionalità (comunitarie e non), le quali, avendo a disposizione la possibilità di emettere una variegata tipologia di strumenti di finanziamento, erano in condizione di procurarsi capitale con

¹ D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 492.

mezzi alternativi al credito bancario e dunque a costi minori rispetto a quelli sopportati dalle imprese italiane.

La globalizzazione del mercato dei capitali e la concorrenza tra ordinamenti hanno messo in luce la necessità di riconsiderare le fattispecie tipiche del finanziamento societario, al fine di consentire alla struttura finanziaria dell'impresa azionaria di disporre di una ricca gamma di canali di finanziamento.

E' infatti un dato difficilmente contestabile che le società per azioni, di grandi, ma anche di medie dimensioni, necessitano sempre più di canali differenziati di raccolta del capitale di credito e di rischio e dunque della possibilità di emettere anche strumenti di finanziamento ibridi, ossia di strumenti con caratteristiche intermedie tra i modelli "puri" di azione e obbligazione.

Ciò si rende necessario sia per soddisfare le esigenze organizzative che di volta in volta si pongono alla compagine sociale, sia per mettere a disposizione dell'eterogenea tipologia degli investitori prodotti finanziari diversificati e il più possibili rispondenti alle rispettive caratteristiche, consentendo in tal modo alla società di massimizzare la raccolta di capitale.

Ponendosi come obiettivo prioritario quello di "favorire la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali di capitali"² il legislatore delegato ha sancito la possibilità per la società per azioni, anche non quotata, di emettere strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali ed amministrativi, ed ampliare la gamma di raccolta del capitale di credito e di rischio.

Il risultato finale, qualora positivamente accolto nella prassi societaria, condurrebbe all'allineamento dell'ordinamento azionario italiano a quelli dei paesi che già da tempo riconoscono ai modelli equivalenti alla società per azioni la facoltà di emettere strumenti ibridi, al fine di ampliare i mezzi di raccolta del capitale proprio e altrui.

L'elasticità dello strumento dovrebbe infatti introdurre, se

² Art. 2, co. 1, lettera a), legge delega.

adeguatamente compresa e valorizzata, un elemento di concorrenzialità nell'ambito della nuova struttura finanziaria della società per azioni.

Al riguardo, si osserva che gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, co. 6, c.c. si avvicinano a figure note in altre esperienze giuridiche europee, quali, ad esempio, i *Genußrechte* tedeschi e le *parts bénéficiaires* previste nell'ordinamento belga³.

Più in generale, gli strumenti in esame sono idonei a dare forma giuridica al c.d. mezzanino, ossia ad uno strumento assai diffuso nella prassi finanziaria internazionale con caratteristiche sostanziali intermedie tra *debt* ed *equity*⁴.

Ciò premesso, tra i numerosi problemi ricollegati agli strumenti finanziari "partecipativi", ciò che qui interessa attiene all'identificazione dei diritti amministrativi che ai sensi degli artt. 2346, co. 6 e 2351, co. 5, c.c. possono essere statutariamente attribuiti ai titolari di tali strumenti.

Come noto, il legislatore si è limitato ad affermare che la società può emettere strumenti finanziari forniti "di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti" (art. 2346, co. 6, c.c.), precisando, peraltro, che tali strumenti finanziari "possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco" (art. 2351, co. 5, c.c.).

Alla luce del dato di diritto positivo, molti sono i dubbi che si presentano all'interprete ed all'operatore, dovendosi in particolare stabilire quali diritti amministrativi possono essere collegati agli strumenti in esame, oltre quelli espressamente previsti, e come può essere statutariamente costruito il diritto di voto dei titolari di strumenti finanziari.

³ Per approfondimenti si vedano, U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 1070 e C. CINCOTTI, *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, p. 221.

⁴ C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Il quasi-equity*, *cit.*, p. 10.

Delineata l'area problematica, resta da sottolineare la rilevanza delle disposizioni innanzitutto sotto il profilo teorico e ciò in quanto le proposizioni normative appena ricordate sembrano imporre un radicale ripensamento del dogma secondo il quale i 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 - ed in specie poteri di influenza c.d. deboli sulla gestione sociale - quanto meno ad finanziatori ad alto rischio, quali, ad esempio, i titolari di obbligazioni subordinate⁵.

Più in particolare, l'attribuzione dei diritti amministrativi interessa concretamente al fine di valutare il ruolo che siffatti strumenti finanziari potranno avere, nel caso in cui ad essi siano statutariamente attribuiti quei poteri di influenza sulla società, in relazione ad esempio ad investitori di *private equity* o a un *venture capitalist*⁶.

Con riferimento alle principali caratteristiche giuridiche degli strumenti partecipativi, questi devono essere analizzati più che come titoli da emettersi, come "unità di rapporti di investimento o finanziamento potenzialmente collettivi e proprio per questo scomponibili in unità elementari"⁷.

Si rileva, come si dirà in seguito, che la nozione di "strumento finanziario" introdotta nel codice civile rappresenta una *species* di quella contenuta nel t.u.f. e ciò in quanto la nuova figura codicistica è stata pensata non solo per il mercato finanziario, ma principalmente come possibile canale di finanziamento per la piccola e media impresa. In sostanza, se gli "strumenti finanziari" di cui all'art. 1, co. 2, t.u.f. sono necessariamente destinati alla circolazione, con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi previsti nel codice civile la negoziabilità sul mercato rappresenta un elemento meramente accidentale (art. 2346, co. 6, c.c.), ben potendo tra l'altro rappresentare titoli

⁵ U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., p. 1096.

⁶ B. SZEGO, *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, dattiloscritto, p. 9, n. 25.

⁷ *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nelle società per azioni*, Commissione studi d'impresa, disponibile su www.notariato.it, p. 3.

non standardizzati e non riconducibili in alcun modo ad operazioni di massa, ma destinati ad attuare operazioni negoziate con specifici investitori”⁸.

Quanto appena affermato trova del resto puntuale conferma nell’art. 1, co. 2, lett. *b-bis*, t.u.f., introdotta dal d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, ove si ricomprendono nella definizione di strumenti finanziari ai fini della disciplina del mercato finanziario anche gli strumenti finanziari previsti nel codice civile solo se negoziabili sul mercato dei capitali ⁹.

In primo luogo, gli strumenti finanziari partecipativi possono essere emessi a seguito di qualsiasi tipologia di apporto, intendendo per apporto, in modo generico ed atecnico, la prestazione sinallagmatica dovuta alla società in cambio dell’emissione dello strumento finanziario e, in particolare, potranno formare oggetto di apporto denaro, beni in natura, opere o servizi.

Tali apporti non possono in ogni caso essere imputati a capitale e ciò anche nel caso in cui i beni oggetto dell’apporto siano astrattamente imputabili a capitale.

In secondo luogo, con riferimento al contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari, ampia libertà è riconosciuta agli statuti, sebbene appare ragionevole che questo rifletta la natura e la causa dell’operazione economica sottostante all’emissione degli strumenti finanziari¹⁰. Saranno senz’altro ammessi allora titoli che attribuiscono all’investitore non un diritto di natura obbligatoria alla restituzione della somma versata o al rimborso del valore della prestazione effettuata, ma taluni diritti propri della partecipazione sociale, quali il diritto agli utili ed eventualmente anche quello alla ripartizione del patrimonio attivo in sede di liquidazione della società, ferma rimanendo l’ammissibilità di differenziazioni e di graduazioni quanto all’incidenza delle

⁸ M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili della disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 556.

⁹ P. MARANO, *Mercati di capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 155 e F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004, p. 334.

¹⁰ In proposito è stato rilevato come non possa darsi il caso di strumenti finanziari che siano del tutto privi di diritti patrimoniali.

perdite”¹¹

Da ultimo, si rileva che l’attribuzione di diritti patrimoniali costituisce elemento discriminante ai fini della disciplina applicabile agli strumenti finanziari partecipativi. Infatti, nel caso in cui i tempi e l’entità del rimborso del capitale siano condizionati all’andamento economico della società, in forza del disposto contenuto nell’art. 2411, co. 3, c.c. agli strumenti finanziari partecipativi si applica, in quanto compatibile, il regime delle obbligazioni.

2. Il contesto: “azioni” e “obbligazioni”

Se dunque l’apertura dei canali di finanziamento prevista dal legislatore non può che essere accolta positivamente, numerosi sono i problemi ricollegati all’introduzione nella società per azioni di strumenti ibridi partecipativi e non partecipativi, anche per quanto riguarda la loro collocazione sistematica nel sistema codicistico delle fonti di finanziamento societarie.

Posta, infatti, la libertà riconosciuta agli statuti societari di regolare i rapporti di finanziamento, le pretese patrimoniali ed anche l’attribuzione di diritti corporativi, permane nell’ordinamento la *summa divisio* delle forme mediante le quali la società raccoglie mezzi di finanziamento, tra capitale e debito. Nell’ambito di tale distinzione deve, infatti, collocarsi la terza area i cui confini, come già accennato, sono estremamente sfocati e nella quale si perde la distinzione tra prestito e conferimento.

In prima istanza mette conto rilevare come la previsione normativa di una terza area di strumenti finanziari nella riforma del diritto societario è avvenuta contemporaneamente alla variazione e alla graduazione dei modelli tipici di azione e obbligazione.

Al di là, infatti, dall’introduzione degli strumenti finanziari partecipativi di cui all’art. 2346, co. 6, c.c., il legislatore è intervenuto a delineare i nuovi

¹¹ U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., p. 1115. La mancanza di un diritto alla restituzione del valore dell’apporto effettuato e la sottoposizione al rischio d’impresa impediscono che il rapporto possa essere qualificato sia come partecipazione sociale sia come prestito.

confini delle fattispecie di azione e obbligazione, peraltro già cominciata con le norme che disciplinavano le obbligazioni convertibili e le azioni di risparmio, dotandole di un notevole grado di elasticità.

Può pacificamente riconoscersi che oggi l'ordinamento consenta la creazione di una serie di figure intermedie senza soluzione di continuità tra i due estremi di azione o obbligazione¹².

In questa linea si collocano le tipologie di strumenti finanziari conosciute nei diversi ordinamenti che non possono essere propriamente e completamente ricondotte nell'alveo della caratterizzazione tipica di "azione" o di "obbligazione" sono riconducibili agli strumenti che costituiscono articolazione delle azioni, quali ad esempio, per quanto attiene all'ordinamento nazionale, le azioni di risparmio o le forme di finanziamento subordinato, le obbligazioni partecipanti e i titoli irredimibili.

Per tali strumenti c.d. ibridi si pone il problema di verificare, nell'ampia libertà concessa agli statuti, quali caratteristiche e diritti siano attribuibili nel rispetto dei principi fondamentali dell'ordinamento societario e, soprattutto nel rispetto di strutture finanziarie compatibili con l'architettura della *governance* societaria.

Negli stessi termini appare opportuno ricostruire la disciplina applicabile agli strumenti finanziari c.d. partecipativi di cui all'art. 2346, co. 6, c.c., rispetto ai quali il legislatore ha dettato una disciplina estremamente frammentata, delegando la definizione sia delle cause sottese al finanziamento sia delle caratteristiche proprie di tali strumenti all'autonomia negoziale.

Tale operazione non può prescindere dalla necessaria verifica di quali siano i tratti essenziali delle fattispecie di "azione" e "obbligazione"¹³.

Con riferimento alla fattispecie azionaria, la riforma ripete il principio che "le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori

¹² M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, cit., p. 543.

¹³ In particolare, con riferimento alla fattispecie obbligazionaria, dovranno essere valutati i finanziamenti che, ancorché non azionari, abbiano valenza partecipativa, al fine di verificare che la regolazione di tali rapporti non sconfini nella regolazione tipica della fattispecie azionaria. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 14.

uguali diritti” (art. 2348, co. 1, c.c.) e tuttavia consente la creazione di “categorie di azioni fornite di diritti diversi” (art. 2348, co. , c.c.).

Il principio di atipicità opera in termini più ampi che nel diritto previgente: in primo luogo, infatti, viene precisato che i diversi diritti possono riguardare l’incidenza delle perdite, con ciò ammettendosi la creazione di azioni “postergate”¹⁴, In secondo luogo, l’art. 2348, co. 2, c.c. precisa, a proposito delle speciali categorie di azioni, che “la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie”¹⁵.

Il parametro di riferimento rimane l’azione ordinaria, la quale attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione oltre al diritto di voto; le speciali categorie si differenziano dalle azioni ordinarie o sotto il profilo patrimoniale o sotto il profilo amministrativo.

Accogliendo il principio di atipicità delle azioni, la riforma attribuisce una notevole flessibilità allo strumento azionario, che risulta più facilmente modulabile in punto sia di diritti patrimoniali che di diritti amministrativi; le categorie di azioni potranno meglio essere calibrate alle esigenze dei diversi tipi di investitori e di finanziatori (ad esempio, nel settore del *private equity* o del *venture capital*).

Mette conto rilevare che, dal punto di vista del mercato finanziario, l’atipicità dell’azione trova limiti naturali nel diffuso bisogno di standardizzazione che le borse e gli operatori manifestano con riguardo agli strumenti finanziari.

¹⁴ Si tratta di azioni privilegiate per intero nel rimborso del capitale allo scioglimento della società e nel caso di riduzione parziale o totale del capitale sociale, di tal che ne subiscono gli effetti solo dopo che siano state integralmente annullate le azioni ordinarie. Le azioni postergate nelle perdite si sono rivelate strumento spesso utile ed a volte indispensabile per il finanziamento dell’impresa sociale, specialmente nell’ambito di processi di ristrutturazione e tentativi di superamento di situazioni di crisi.

¹⁵ Tra i limiti posti dalla legge vi sono il divieto di emissione di azioni a voto plurimo (art. 2351, co. 4, c.c.) e il principio in base al quale “tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti” (art. 2348, co. 4 c.c.).

Con riferimento ai diritti patrimoniali, le azioni privilegiate attribuiscono ai loro possessori una più elevata partecipazione agli utili netti e alla ripartizione del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, come specificamente consentito dall'art. 2350, co. 1, c.c.; va ricordato, in proposito, che la limitazione per le privilegiate del diritto di voto non è più contemplata, nell'ambito della più generale deregolamentazione del voto.

Inoltre, la riforma prevede la categoria delle “azioni correlate”, termine che traduce l'inglese *tracking stocks*¹⁶.

Anche la disciplina dei diritti amministrativi e, in particolare, del diritto di voto è rimessa all'autonomia privata: fatto salvo il divieto di emettere azioni a voto plurimo, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto anche nelle società non quotate - finora possibile solo per le società quotate sotto forma di azioni di risparmio -, di azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti, di azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 2351, co. 2, c.c.).

Anche la materia dei prestiti obbligazionari ha formato oggetto di deregolazione nella riforma. Anzitutto, se la legge o lo statuto non dispongono diversamente, l'emissione di obbligazioni è deliberata dagli amministratori (art. 2410, co. 1, c.c.). Inoltre, viene ammessa la possibilità di emettere prestiti subordinati e obbligazioni “indicizzate”, per le quali “i tempi e l'entità del

¹⁶ Si tratta di “azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore”, per le quali “lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti ..., nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria” (art. 2350, co. 2, c.c.). Sul piano sistematico, questione delicata è quella relativa alla distinzione tra le azioni correlate e gli strumenti finanziari emessi a fronte di patrimoni destinati ad uno specifico affare. Nonostante l'analogia funzionale tra i due tipi di strumenti, la distinzione tra i medesimi è netta dal punto di vista tecnico. Infatti, le azioni correlate rappresentano (in quanto azioni) una partecipazione sociale; questo spiega perché il 3° comma dell'art. 2350 vieti di pagare dividendi ai possessori di azioni correlate “se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società”. Invece, gli strumenti emessi a fronte di patrimoni destinati rappresentano una quota di partecipazione ad un singolo affare, attribuendo i diritti che derivano da una associazione in partecipazione.

pagamento degli interessi” varino “in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all’andamento economico della società (art. 2411 c.c.).

Si precisa, infine, che sono sottoposti alla disciplina dei prestiti obbligazionari gli “strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società”. Questa disposizione allarga l’ambito della disciplina in esame oltre la figura del prestito obbligazionario, coprendo strumenti che riflettono rapporti diversi dal mutuo e si configurano come ibridi, di tal che saranno soggetti alla medesima regolamentazione sia gli strumenti rappresentativi di un prestito che quelli rappresentativi di un’associazione in partecipazione.

L’emissione di strumenti finanziari si cui all’art. 2346, co. 6, c.c. dovrà pertanto trovare ragione d’essere alla luce del principio di atipicità che caratterizza l’emissione delle azioni e della liberalizzazione dei prestiti obbligazionari.

Facilmente, gli strumenti ibridi possono essere ricondotti al polo azionario od a quello obbligazionario; per questa ragione appare necessario ricostruire i profili caratterizzanti lo strumento finanziario partecipativo anche alla luce dei principi generali che regolano il finanziamento societario.

Gli strumenti finanziari di quasi capitale, infatti, possono porre dei problemi in relazione alla possibile sovrapposizione con i titoli azionari e, in particolare, con i diritti da questi ultimi derivanti. Si tratta di titoli che possono partecipare agli utili e alle perdite, nel caso in cui la remunerazione sia riferita ai risultati aziendali e, contestualmente, l’apporto può risultare non soggetto ad alcun obbligo di restituzione, in caso di risultato netto di liquidazione negativo. Conseguentemente, in virtù delle nuove regole introdotte dalla riforma, la struttura finanziaria delle società di capitali può presentare una notevole complessità, dal momento che possono coesistere azioni senza diritto di voto e titoli partecipativi con diritti amministrativi, ivi compreso il diritto di nomina “extrassembleare” di un amministratore.

Ulteriori problemi si possono porre in relazione al concorso di azioni e strumenti finanziari di quasi capitale nella partecipazione alle perdite; l'esigenza di conservare gli elementi essenziali del tipo azionario potrebbe indurre a ritenere che i possessori di questi strumenti debbano partecipare alle perdite solo subordinatamente a tutti gli azionisti¹⁷, ivi compresi i possessori di speciali categorie di azioni postergate nella partecipazione alle perdite¹⁸. Risponde a questa esigenza, che pone un limite tipologico invalicabile tra azioni ed altri strumenti finanziari, il Codice svizzero delle obbligazioni, che all'art. 656, lett. f), prevede che gli statuti non possano collocare i titoli di partecipazione, nella scala dei diritti di preferenza sugli utili e al supero netto di liquidazione, in posizione deteriore rispetto agli azionisti¹⁹.

Questo principio regolatore dei rapporti tra azioni e finanziamenti rappresentati da strumenti partecipativi è altresì coerente con la regola della necessaria correlazione tra potere e rischio, in virtù della quale non si può addossare ai possessori degli strumenti finanziari un rischio maggiore rispetto a quello corso dagli azionisti, come tali detentori di rilevanti diritti di controllo e decisione in ordine alla vita della società.

Il riferimento a questa regola potrebbe comportare l'esclusivo richiamo alle azioni con diritto di voto, le quali costituirebbero le uniche partecipazioni non suscettibili di essere poste in posizione migliore rispetto agli strumenti finanziari. Tuttavia si potrebbe ritenere che tutti i titoli azionari devono essere sottoposti a questo principio in virtù del fatto che l'azionista di categoria, anche

¹⁷ Si pensi al caso descritto da G. B. PORTALE, *"Prestiti subordinati"*, cit., p. 9, di emissione di titoli corredati da clausola di subordinazione assoluta che prevedeva, alla liquidazione dell'emittente, l'equiparazione dei crediti per il rimborso al rango delle pretese dei soci.

¹⁸ Si pone, dunque, il problema di individuare la distinzione tra i conferimenti dei soci e le altre forme di finanziamento. Secondo la dottrina i soci ordinari sono titolari di crediti di ultimo rango nei confronti della società, E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, 114; ogni socio è "ab origine - e per tutta la durata della società - esposto al rischio di subire - a carico, in primo luogo, o esclusivamente, del proprio conferimento, se rimborsabile, o a carico del patrimonio personale, negli altri casi - l'incidenza delle perdite (...) la necessaria compartecipazione ai rischi è la conseguenza ineliminabile dell'esercizio in comune dell'attività", cfr. M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 115.

¹⁹ Sul punto, si veda M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 535.

se privo del diritto di voto o, comunque, di rilevante potere decisionale, conserva lo *status* di socio e partecipa all'“esercizio in comune dell'attività economica”, consistente nella comune ricaduta degli effetti patrimoniali della gestione della società.

3. L'autodeterminazione degli interessi patrimoniali e la libertà di iniziativa economica

Come detto, la determinazione dei diritti attribuibili alle diverse tipologie di strumenti finanziari è rimessa, in linea generale, all'autonomia statutaria; la riforma del diritto societario ha posto maggiormente l'accento sulla libertà degli statuti nel “plasmare” l'insieme di posizioni attive e passive afferenti agli azionisti e ai soggetti finanziatori in genere²⁰.

Ciononostante l'autonomia contrattuale deve necessariamente muoversi all'interno dei limiti inderogabili posti dal nostro ordinamento.

Storicamente, il diritto societario e, in particolare, il diritto delle società per azioni aperte al pubblico è stato caratterizzato da una “robusta aliquota di norme imperative”²¹. Sebbene, infatti, il contratto di società, come tale, debba lasciare ampio spazio all'autonomia, l'interesse dei creditori, dei terzi, e l'interesse pubblico in genere, costituiscono fondamento per l'intervento di una serie di principi inderogabili.

“Il concetto di autonomia contrattuale, disegnato dal legislatore del 1942 nella disposizione di cui all'art. 1322 c.c., è concreta specificazione di quello più vasto di autonomia privata, inteso come libertà, per il soggetto di diritto privato, di autodeterminare i propri interessi e le modalità giuridico-formali attraverso le quali dare soddisfazione ai propri bisogni, sia nel campo

²⁰ “Riguardo alla disciplina dei conferimenti, la riforma è diretta a (...) consentire ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali.” Legge 3 ottobre 2001, n. 366 “Delega al Governo per la riforma del diritto societario”, art. 4, co. 5, lett. a).

²¹ P. G. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 562.

delle relazioni sociali e familiari sia in quello delle relazioni economico-patrimoniali”²².

In campo patrimoniale, l'autodeterminazione degli interessi privati si fonda sul principio di uguaglianza formale (art. 3, co. 1, Cost.) e su quello di libertà di iniziativa economica (art. 41, Cost.), mentre trova limitazione in due ordini di disposizioni: da un lato, i limiti “esterni”, derivanti da norme inderogabili poste a tutela di interessi generali, dall'altro, i limiti “interni” nell'ambito del diritto privato.

Nella determinazione dei confini dell'autonomia contrattuale, due teorie si pongono agli antipodi: quella istituzionalistica, orientata alla necessità di norme inderogabili, e quella, all'estremo opposto, di riconoscere maggior ampiezza possibile all'autonomia privata nel formulare il contenuto del contratto di società, strutturando la disciplina di legge in termini residuali rispetto alla libera determinazione del privato, in considerazione del corretto funzionamento del sistema e dell'equilibrio tra gli interessi coinvolti nel fenomeno societario.

A riguardo si pone il tema dell'accogliabilità nel nostro ordinamento della teoria del contratto societario nota agli anglosassoni come *nexus of contracts theory*, secondo la quale il fenomeno societario null'altro rappresenterebbe se non un fascio di contratti. Tale teoria, sviluppata negli anni '70, nasce dall'esigenza di elaborare un modello razionale capace di spiegare le dinamiche secondo cui l'impresa è destinata ad espandersi, in particolare evidenziando le differenze che caratterizzano il coordinamento dell'attività produttiva nell'impresa rispetto al mercato. Si evince così la considerazione che l'impresa, “luogo” di organizzazione dei fattori produttivi alternativo a serie disorganizzate di transazioni di mercato, sia costituita da una fitta rete di rapporti contrattuali attraverso i quali i fattori di produzione vengono organizzati. Le relazioni tra i diversi soggetti all'interno dell'impresa sono il

²² U. LA PORTA, *Dal “tipo contrattuale” al “modello di società”*: autonomia contrattuale e norme inderogabili nel nuovo diritto societario, in *Le società*, 2002, n. 1, p. 12.

risultato di uno scambio volontario alla ricerca di un soddisfacente assetto dei diversi interessi²³.

Gli interventi legislativi degli ultimi anni sono orientati da una parte, ad aumentare il numero delle norme inderogabili a tutela di situazioni di squilibrio sostanziale tra i contraenti²⁴ e, dall'altra, a ridimensionare i limiti interni all'autonomia statutaria, riportando al centro del fenomeno societario la mera volontà delle parti.

In vero, nell'ambito dell'autonomia contrattuale, la constatata inefficienza del principio liberale puro²⁵ ha imposto la predisposizione di meccanismi normativi di correzione, diretti a ristabilire posizioni non equilibrate da meccanismi di mercato. Così, la nostra codificazione, sia in materia societaria, sia in tema di contratti generali, sembra orientata alla protezione di una sostanziale situazione di equilibrio tra le parti che, nell'evoluzione del sistema delle relazioni economiche, è sempre più difficile rinvenire.

Posti quali requisiti essenziali della posizione dell'azionista la partecipazione alla gestione della cosa comune e la sopportazione del rischio d'impresa²⁶, si pone a questo punto la questione di definire i due elementi e di analizzare se, ed in quale misura, sia necessaria anche in capo agli strumenti finanziari un certa qual correlazione tra questi.

La partecipazione sostanziale al contratto di società implica necessariamente la condivisione dell'interesse di gruppo alla attività d'impresa. Tale partecipazione non può essere realizzata se non con l'imputazione del

²³ Tale concezione si è diffusa nell'ordinamento italiano successivamente alla traduzione dell'opera di F. H. EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996, p. 83. Per le successive elaborazioni ad opera della dottrina italiana si veda C. MARCHETTI, *La "nexus of contracts" theory*, Milano, 2000, p. 9; P. G. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, cit., p. 562, P. G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 795

²⁴ Si vedano a riguardo la disciplina dei contratti con i consumatori, la disciplina antitrust e gli interventi sulla struttura delle società con azioni quotate (c.d. legge "Draghi"). L'atteggiamento "interventista" è dettato a riequilibrare posizioni di disuguaglianza nella contrattazione derivanti da differenti posizioni di "forza contrattuale".

²⁵ Inteso nel senso della libertà del privato di autodeterminare i propri interessi, senza il ricorso a meccanismi normativi atti a garantire l'uguaglianza tra le parti.

²⁶ Requisiti formulati dallo art. 2247 c.c., nella definizione del contratto di società.

risultato al gruppo stesso, all'interno del quale, poi, le singole posizioni dovranno risultare qualitativamente compatibili con quelle di tutti gli altri partecipanti²⁷.

I poteri della maggioranza di plasmare i rapporti societari trovano poi un limite, tanto nella vecchia quanto nella nuova disciplina, nel principio di parità di trattamento, ancorché tale principio non abbia mai trovato esplicita previsione normativa nell'ordinamento.

Tale principio deve essere corretto alla luce della disciplina degli strumenti finanziari, là dove, non essendo prevista la necessaria emissione di strumenti finanziari a seguito di un'operazione di massa, ovverosia mediante l'emissione di una o più categorie di strumenti finanziari che attribuiscono i medesimi diritti, all'autonomia statutaria sarà riconosciuto il potere di emettere titoli individuali con caratteristiche diverse nell'ambito delle attribuzioni patrimoniali e amministrative.

Un'altra questione circa la libertà di diversificare le posizioni di coloro che partecipano al contratto sociale attiene alla necessità o meno di una rigorosa correlazione proporzionale tra potere gestorio e rischio d'impresa.

Storicamente, la formulazione di cui all'art. 2351 c.c.²⁸, è stata interpretata quale principio inderogabile²⁹ posto a tutela dell'interesse generale di mantenere salda la correlazione potere-rischio.

L'ordinamento riconosce oggi a tale norma valenza dispositiva, e pertanto disponibile dall'autonomia privata, al fine di ridurre la rigidità del meccanismo regolatorio del contratto di società, e di restituire elasticità alla fattispecie azionaria ammettendo, che le società ricorrano a meccanismi alternativi di graduazione del potere³⁰.

L'analisi dell'evoluzione normativa mette in luce come l'attribuzione del diritto di voto, in relazione alla correlazione potere-rischio, sia stata fatta in

²⁷ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, p. 110.

²⁸ "Ogni azione attribuisce il diritto di voto."

²⁹ Eccezione fatta per le azioni a voto limitato, ipotesi tipizzata dal legislatore stesso.

³⁰ M. LAMANDINI, *Capitale di rischio, capitale di debito, e diritto di voto. Spunti per la riforma del diritto societario*, in *Banca impresa società*, 2000, n. 3, p. 363.

fasi successive secondo criteri diversi, che hanno gradualmente ammesso l'attribuzione del diritto di voto secondo regole meno stringenti.

Prima fra tutti si consideri in proposito l'esperienza delle azioni di risparmio che, pur rappresentando una partecipazione al capitale sociale, non attribuiscono alcun diritto di voto; il diritto di voto si riconosce allora come non essenziale alla causa del contratto, essendo sufficiente la partecipazione al rischio degli investimenti contabilmente imputati a capitale³¹.

Inoltre il legislatore ammette oggi la liceità di un'assegnazione delle azioni diversa rispetto alla proporzionalità con la parte del capitale sottoscritto; se ne deduce che dalla dissociazione tra posizione partecipativa e contribuzione alla formazione del capitale scaturiscono nuove possibilità per diverse graduazioni contrattuali dei diritti sociali.

Tutto ciò posto, appare auspicabile che il principio della libertà statutaria che ha ispirato la riforma e la materia del finanziamento societario venga ricondotta nell'ambito dei principi fondamentali dell'ordinamento societario al fine di garantire che la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi trovi coerenza con i modelli di governo societario.

In primo luogo, sarebbe opportuno che la diversità dei diritti non solo patrimoniali, ma anche amministrativi, che caratterizza le diverse tipologie di strumenti finanziari, sia graduata secondo il grado di rischio dell'investimento, sebbene non il legislatore, anche al fine di contenere i costi di transazione non ha posto limiti di carattere imperativo a tutela dell'investitore.

In secondo luogo, si rileva che gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi sono strumenti non solo di finanziamento, ma anche di investimento, che, in quanto tali, pongono delicati problemi di tutela dell'investitore.

E' di tutta evidenza che consentire ad una società un'ampia e diversificata raccolta di capitale, anche mediante l'emissione di strumenti ibridi, serve a ben poco se allo stesso tempo, mediante adeguati meccanismi di tutela al momento della sottoscrizione e durante lo svolgimento del rapporto,

³¹ Così L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, Milano, 1999, p. 143.

non si creano le condizioni per incentivare la sottoscrizione di tale prodotti finanziari.

Ed è allora che diventa indispensabile che la struttura di *corporate governance* che protegga i titolari di strumenti ibridi da eventuali espropriazioni del proprio investimento ad opera degli azionisti di maggioranza o degli amministratori.

4. Il principio di tipicità

L'ammissibilità di titoli atipici, con riferimento ai titoli di credito, è stata tradizionalmente riconosciuta attribuendo una portata applicativa generale al principio dell'autonomia negoziale³².

Invero, tale principio non sembra però poter essere applicato all'ambito dei titoli di investimento, posto che l'autonomia regola i rapporti tra le stesse parti del negozio, e tra le parti è sufficiente che gli interessi da loro regolati siano meritevoli di tutela, ma lo stesso può dirsi nel caso in cui il titolo creato sia destinato ai terzi, poichè in tale ipotesi si pone il diverso problema della tutela di coloro che sono estranei all'accordo negoziale alla base dei titoli tipicamente congegnati dalle parti del rapporto.

Ciononostante, storicamente, l'interpretazione nel senso dell'ammissibilità della costruzione di titoli atipici trovava coerenza con l'introduzione della disciplina a tutela degli investitori, mediante il controllo della Consob sulla trasparenza informativa delle operazioni di sollecitazione dell'investimento e della Banca d'Italia sull'incidenza nei mercati finanziari delle emissioni di valori mobiliari superiori ad un determinato ammontare.

E' dall'art. 129 del Testo unico bancario che viene conferma dell'ammissibilità di titoli di investimento atipici, laddove si prevede che spetti alla Banca d'Italia anche il controllo sulle emissioni e sulle offerte di valori mobiliari che *non rientrino in tipologie previste dall'ordinamento e non*

³² N. SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, p. 285.

presentino le caratteristiche determinate dalla Banca d'Italia in conformità alle deliberazioni del Cicr.

La possibilità per gli emittenti nazionali di determinare liberamente le condizioni per l'assunzione di finanziamenti ha lo scopo primario di evitare che questi possano trovarsi in una situazione peggiore rispetto alle imprese estere ed in particolare quelle comunitarie.

Sotto altro profilo, sebbene la composizione della struttura finanziaria chiami in gioco valori la cui protezione costituisce senza alcun dubbio materia di pubblico interesse, considerando le incisive ricadute sull'allocazione del potere e sulla tutela del credito e dell'affidamento di terzi, può dubitarsi che la migliore risposta del legislatore al problema sia l'imposizione di rigide regole organizzative di natura imperativa (c.d. *mandatory rules*), volte a ridurre gli spazi dell'autonomia contrattuale nel definire le fattispecie³³.

E infatti, può apparire utile in termini di riduzione dei costi di transazione provvedere ad un modello astratto di *corporate finance* incentrato sulla dicotomia azione-obbligazione, dando espressa regolazione alle articolazioni più "socialmente tipiche" delle fattispecie, mentre non altrettanto ragionevole appare la pretesa di imprigionare ogni relazione partecipativa entro regole predeterminate, di modo che l'attribuzione di diritti e doveri uniformi, imperativamente dati e non graduabili dall'autonomia negoziale, conduca ad un mero esercizio di qualificazione.

L'universalizzazione degli assetti contrattuali socialmente tipici potrebbe, infatti, cedere il passo al *free bargaining* senza tuttavia ledere interessi pubblici³⁴.

Inoltre, l'apertura all'autonomia negoziale non necessariamente implica l'abbandono delle categorie tipiche, ma prende atto del fatto che queste non sono esaustivamente rappresentative delle diverse situazioni.

Gli spazi concessi all'autonomia negoziale deriveranno, allora, dall'imposizione di norme derogabili (c.d. *default rules*).

³³ Cfr. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria, cit.*, p. 110.

³⁴ M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria, cit.*, p. 110.

Coerentemente con tale impostazione, la riforma del diritto societario ha confermato e accentuato la rilevanza dell'autonomia statutaria nell'ambito della creazione di categorie diverse di azioni, seppur nei limiti imposti dalla legge; in tale caso il confine tra tipicità e atipicità appare labile, pur rimanendo ferma la riferibilità al capitale sociale e la natura partecipativa.

Un passo ulteriore è stato compiuto riconoscendo la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi, da un lato, e strumenti finanziari, comunque denominati che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società, dall'altro.

La gestione contrattuale del rischio d'impresa comporta inevitabilmente che la protezione dell'investitore sia interamente rimessa all'autonomia negoziale e che, pertanto, spetti alla capacità dell'emittente confezionare il "prodotto" più allettante e sicuro per i risparmiatori.

Il legislatore della riforma ha tipizzato, in particolare, alcune categorie di strumenti finanziari, dando vita ad una famiglia assai ampia e indefinita, comprendente gli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, co. 6 c.c., art. 2349, co. 2 c.c., e art. 2351, co. 5, c.c.), gli strumenti finanziari che partecipano, all'affare di patrimoni destinati (art. 2447-ter, co. 1, c.c. e 2447-octies, c.c.) e gli strumenti finanziari assimilati alle obbligazioni (art. 2411 c.c.).

Come detto, le norme ad essi dedicate costituiscono peraltro un impianto disciplinare assai scarno, che fornisce poche indicazioni e non consente di individuare con immediatezza i precisi confini delle diverse classi di titoli, le quali, sono del tutto disomogenee tra di loro.

L'assenza di una norma di chiusura, che preveda, ad esempio, una disciplina residuale per quei titoli che, nonostante l'ampiezza dei casi previsti, non trovino collocazione nell'ambito della nuova normativa, porta a ritenere che le categoria degli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi ai sensi degli artt. 2346, co. 6, c.c., 2447-bis c.c. e 2411 c.c. non esaurisca il novero degli strumenti finanziari, diversi da azioni e obbligazioni, che possono essere emessi dalla società per azioni.

Tuttavia l'ambito destinato ai possibili strumenti atipici appare ormai decisamente marginale, data l'estensione delle categorie nominate dal legislatore.

In linea di principio, comunque, è riconosciuta alla società la facoltà di perseguire un ampio ventaglio di politiche di investimento contraddistinte da rapporti di rischio-redditività differenziati; il finanziatore potrà pertanto scegliere tra i variegati programmi di investimento offerti in ragione della propria situazione finanziaria e propensione al rischio.

Tale facoltà trova massima espressione laddove le società possono emettere anche strumenti finanziari partecipativi a specifici affari, di modo che il finanziatore possa partecipare ad operazioni con un grado di rischio minore rispetto al conferimento in società, gravando su di esso non l'incertezza non già dell'intera impresa, ma solo dell'affare, con l'ulteriore vantaggio che nel caso in cui l'affare si rivelasse lucroso, la separazione patrimoniale gli assicurerebbe il diritto alla remunerazione del proprio apporto quand'anche l'impresa esercitata dalla società, globalmente considerata, avesse registrato perdite³⁵.

In via generale, si ritiene che la disciplina applicabile ai titoli atipici sia costituita da quella in tema di obbligazioni, in virtù della previsione contenuta nell'art. 2411 c.c.; nell'ipotesi, infatti, di titoli atipici - perché non espressamente disciplinati - costituiti da strumenti "ibridi" che condizionino tempi ed entità del rimborso a parametri esterni, quali l'andamento economico di altre società, è ipotizzabile l'applicabilità della disciplina prevista dall'art. 2411, terzo comma.

Tale disposizione può essere considerata come una norma di chiusura di fondamentale importanza per la regolamentazione dell'area "residuale" degli strumenti finanziari innominati.

A prescindere dalla ricostruzione dei profili di disciplina, che verrà approfondita nel prosieguo, i rischi di investimento in strumenti atipici, e soprattutto in strumenti atipici di debito, devono essere valutati con particolare

³⁵ Per un'analisi approfondita in tema di strumenti finanziari partecipativi a specifici affari si veda, R. SANTAGATA, *Strumenti finanziari partecipativi a "specifici affari" e tutela degli investitori in patrimoni destinati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, p. 305.

riferimento alla concordanza tra denominazione e caratteristiche economiche e giuridiche degli strumenti congegnati dall'autonomia negoziale e dalla legittimità e dalla comprensibilità delle condizioni di emissione³⁶.

5. Il principio “one share - one vote”

A fronte della tendenza invalsa nell'ordinamento nazionale di rimettere all'autonomia statutaria la regolamentazione e la composizione degli interessi, si riscontra a livello comunitario l'esigenza di creare un *level playing field*, un mercato unico dei capitali, in cui circolano liberamente, tra gli altri, anche i prodotti finanziari.

In teoria, un mercato unico in cui le società siano in concorrenza perfetta e si contendano i finanziamenti degli investitori su un piano di parità, dovrebbe comportare una regolamentazione delle imprese uniforme. La tesi per cui la regolamentazione dei rapporti tra i vari *stakeholders* debba essere uniforme non trova, tuttavia, grande consenso, laddove si predilige l'impostazione per cui si riconosce agli Stati membri e alle imprese la facoltà di dettare norme particolari anche sensibilmente diverse da quelle operanti per le imprese concorrenti³⁷.

In questo senso, la diversità viene vista come fattore di sviluppo del mercato degli strumenti finanziari che in questo modo si arricchisce di prodotti diversi in grado di soddisfare esigenze diverse e raggiunge maggiore grado di efficienza.

Le regole di diritto societario che definiscono le caratteristiche dei prodotti finanziari incidono, però, necessariamente sulla circolazione degli stessi in considerazione del fatto che il valore e l'appetibilità degli strumenti finanziari è funzione non solo dei profitti potenziali degli emittenti, ma anche del loro grado di liquidità e cioè della facilità con cui questi possono essere trasferiti.

³⁶ Cfr. N. SALANITRO, *Strumenti di investimento*, cit., p. 290.

³⁷ E. SCIMEMI, *Il nuovo diritto europeo degli strumenti finanziari*, in *NGCC*, 2005, p. 394.

Ha allora cominciato a diffondersi l'idea dell'opportunità di un intervento comunitario volto ad armonizzare le diverse legislazioni nazionali.

In questo contesto si inserisce, ad esempio, il *Second Giovannini Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*³⁸ che propone il lancio di un *EU Securities Account Certainty Project* volto ad eliminare le più significative differenze nelle legislazioni nazionali in tema di circolazione degli strumenti finanziari. In particolare, gli aspetti da regolare attengono, tra gli altri, ai diritti di proprietà degli investitori, al fine di rendere chiare e trasparenti l'estensione e l'esatta natura dei diritti degli investitori i cui strumenti finanziari sono detenuti in conti di un intermediario, nonché al regime di trasferimento.

Su un piano affatto diverso si pone il *Rapporto del Gruppo di esperti di diritto societario (Rapporto Winter)*³⁹, che per primo ha aperto il dibattito circa l'opportunità per il diritto europeo di accogliere il principio "un'azione, un voto". In particolare, il rapporto si è occupato, nell'ambito delle acquisizioni del controllo societario, delle misure difensive successive al lancio di un'opa, proponendo una regola di *breakthrough* in forza della quale, da un lato, la decisione finale in merito spetti sempre agli azionisti e, dall'altro, vi sia sempre proporzionalità tra rischio e controllo, di tal che il capitale azionario che abbia pieno diritto di partecipazione agli utili o al saldo di liquidazione sia normalmente fornito di diritti di controllo⁴⁰.

Seppure la suddetta regola sia stata criticata sotto vari aspetti⁴¹, ed abbia pertanto avuto un'influenza limitata sulla Direttiva in materia di opa, la discussione su principio "un'azione, un voto" rimane un punto focale.

³⁸ GIOVANNINI GROUP, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Bruxelles, Aprile 2003.

³⁹ *Rapporto del Gruppo ad alto livello di esperti di diritto societario sulle questioni riguardanti le offerte pubbliche di acquisto*, Bruxelles, 10 gennaio 2002.

⁴⁰ Secondo tale principio un offerente, in caso di successo, deve poter far breccia in ogni meccanismo che ostacoli l'esercizio del controllo proporzionato.

⁴¹ In proposito si veda L. BEBCHUK, O. HART, *A threat to dual-class shares*, in *Financial Times*, 31 maggio 2002, p. 11 e J. COATES, *Ownership, takeovers and EU law: how contestable should EU corporations be?*, in G. FERRARINI, K. HOPT, J. WINTER e E. WYMEERSCH (a cura di), *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford, 2004, p. 682.

In primo luogo, infatti, gli investitori istituzionali guardano con favore all'adesione a tale principio da parte delle società quotate, e i codici di autodisciplina in tema di governo societario tendono a sostenere tale principio; in secondo luogo, il Piano d'azione per il diritto societario della Commissione europea⁴² intende incentivare la convergenza verso gli *standards* americani, fra cui anche quello di "un'azione, un voto".

Gli studi economici hanno altresì analizzato l'ipotesi che il suddetto principio sia imposto dalla regolamentazione⁴³. Le conclusioni dimostrano come la facilità con cui un'acquisizione può avvenire dipende, tra l'altro, dalla struttura di voto della società e da come i voti sono attribuiti alle azioni.

Tuttavia, le deviazioni dal principio "un'azione, un voto" non sono problematiche nel caso in cui una società, che già detenga una struttura azionaria dualistica, caratterizzata cioè da due categorie di azioni di cui una detenga maggiori diritti di voto in relazione all'altra, offra pubblicamente le proprie azioni. La limitazione dei diritti di voto, infatti, riflettendosi in una diminuzione del valore delle azioni stesse, comporta che siano i soci iniziali a sostenere il costo e non già i potenziali acquirenti⁴⁴.

Più problematico risulta, invece, il caso in cui una società cambi successivamente la struttura di capitale da una a due categorie di azioni, posto che, in alcuni casi, e in particolare nel caso di conversione di azioni con diritto di voto in azioni, tale operazione potrebbe celare l'intento coercitivo da parte del gruppo azionario dominante a difesa dei *managers* della società⁴⁵.

Per quanto attiene all'adozione del principio "un'azione, un voto" nella prassi, si rileva come gli Stati Uniti abbiano storicamente tentato di disincentivare distorsioni dall'attribuzione proporzionale dei diritti di voto alle

⁴² *Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo: modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario dell'Unione europea – Un piano per progredire*, Bruxelles, 21 maggio 2003, COM 284, p. 14.

⁴³ S. GROSSMAN, O. HART, *One share – one vote and the market for corporate control*, in *Journal of financial economics*, 20 (1998), p. 175.

⁴⁴ Cfr. R. GILSON, *Evaluating dual class common stock: the relevance of substitutes*, in *Virginia law review*, 73 (1987), p. 808.

⁴⁵ Diverso è invece il caso in cui la trasformazione della struttura finanziaria con l'emissione di titoli privi del diritto di voto avvenga in sede di aumento del capitale.

azioni, ad esempio inserendo nell'autoregolamentazione delle borse la regola (*Rule 19c-4*) che vietava la quotazione in borsa di strumenti finanziari di un emittente che avesse emesso strumenti o intrapreso altre operazioni societarie che avessero l'effetto di annullare, restringere o ridurre in modo non proporzionato i diritti di voto spettanti ad ogni azione di una o più delle categorie in circolazione. Tale regola, pur se successivamente annullata, venne mantenuta volontariamente nei regolamenti delle borse americane e del Nasdaq.

La normativa europea non contiene un chiaro indirizzo in merito al principio in questione: tuttavia laddove vi siano deviazioni dalla regola, che possono peraltro limitare la contendibilità del controllo societario, tali deviazioni devono essere rese pubbliche dalle società quotate che devono offrire informazioni dettagliate quanto alla "struttura di capitale ... con indicazione delle varie categorie di azioni e, per ogni categoria di azioni, dei diritti e degli obblighi connessi e la percentuale del capitale che essa rappresenta". Inoltre, devono essere pubblicate informazioni riguardo ai "possessori di ogni titolo che conferisce speciali diritti di controllo"⁴⁶.

Invero, tali previsioni si spingono oltre la regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto, sebbene si riferiscano, più che ad una armonizzazione del diritto sostanziale, alla previsione di regole di trasparenza della assetti societari⁴⁷. La regola di *breakthrough*⁴⁸, infatti, potendo essere

⁴⁶ Cfr. articolo 10, co. 1, lett. d) della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004.

⁴⁷ Sebbene alcuni ritengono che tali disposizioni siano state interpretate nel senso di prevedere il principio "un'azione – un voto" come standard europeo, cfr. H. HIRTE, *The takeover directive – a mini-directive on the structure of the corporation: is it a trojan horse?*, in *European company and financial law review*, 1 (2004), p. 10, altri ritengono che l'imposizione dello standard quale modello sottostante per il principio di trasparenza non consente di concludere per l'adozione dello stesso quale principio di diritto europeo. In questo senso, G. FERRARINI, "Un'azione – un voto": un principio europeo?, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 43.

⁴⁸ La regola preveda, con riferimento all'attribuzione dei diritti di voto, che le restrizioni dei diritti di voto previste dallo statuto della società emittente o da accordi contrattuali non hanno effetto sull'assemblea che decide su ogni misura difensiva. Pertanto, se lo statuto contiene un limite al diritto di voto, esso non sarà applicabile in tale assemblea, di tal che, le azioni prive del diritto di voto saranno comunque legittimate a votare e gli strumenti a voto plurimo godranno di un solo voto. Parimenti, non si applicheranno i diritti straordinari degli azionisti riguardanti la nomina o la revoca di membri degli organi di amministrazione

derogata dagli stati membri dimostra che il principio di attribuzione proporzionale dei diritti di voto rappresenta una regola auspicata più che effettiva. L'articolo 12, comma 1 consente, infatti, agli stati membri di non esigere che le società applichino la regola, pur dovendo garantire alle società quotate il diritto di applicare la medesima⁴⁹. Nella prassi, tuttavia, si ritiene che la maggioranza degli stati deciderà di escludere la regola, posto che nella prassi societaria è molto diffuso l'utilizzo delle diverse tecniche di difesa⁵⁰.

Le società ricorrono spesso, infatti, a scostamenti dal principio "un'azione – un voto" in ragione del fatto che il controllo ha un valore sostanziale per gli azionisti dominanti, a causa dell'elevato livello di benefici privati ad esso associati. Pertanto, appare inverosimile che ogni qual volta sia necessaria una nuova immissione di capitali nella società e gli azionisti di controllo non siano in grado, per qualsivoglia motivo, di sottoscrivere la propria parte, il controllo sia lasciato nelle mani dei nuovi sottoscrittori.

In altri termini, in presenza di elevati benefici privati del controllo, è naturale il ricorso a deviazioni dal principio per far crescere l'impresa, laddove nel caso in cui non fosse consentito alle imprese raccogliere capitale mediante emissione di nuovi strumenti privi o limitati nel diritto di voto, queste potrebbero semplicemente decidere di non perseguire una strategia di crescita, vincolando l'impresa controllata ad una minore dimensione.

Sempre con riferimento alle tendenze comunitarie, mette conto rilevare come non si rinvergono, nello statuto della Società europea⁵¹, norme che contengano la disciplina del capitale, delle azioni e del finanziamento della stessa. Secondo il Regolamento, infatti, "le azioni, le obbligazioni e gli altri

previsti dallo statuto della società emittente. La direttiva prevede, inoltre, che sia riconosciuto un compenso ai titolari dei diritti pregiudicati dall'applicazione della regola, stabilendo, al comma 5 dell'articolo 11, che "è d'obbligo fornire un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari di questi diritti".

⁴⁹ Presumibilmente la facoltà di adottare la regola sarà esercitata solo dalle società che con minore probabilità potranno essere toccate dalla stessa, e pertanto l'impatto della regola prevista dalla Direttiva sarà minimo. Cfr. G. FERRARINI, "Un'azione – un voto", *cit.*, p. 45.

⁵⁰ L. ENRIQUES, *Capitale, azioni e finanziamento della Società europea: quando meno è meglio*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 403.

⁵¹ Regolamento (CE) n. 2157/2001 del Consiglio dell'8 ottobre 2001, relativo allo statuto della Società europea (SE), in G.U.C.E. n. L 294 del 10 novembre 2001, p. 1.

titoli assimilabili della SE sono disciplinati dalle disposizioni che si applicherebbero ad una società per azioni con sede nello Stato membro in cui la SE è iscritta”.

Con riguardo ai particolari diritti che possono essere attribuiti ai portatori di strumenti finanziari, il Regolamento chiarisce che le disposizioni in esso previste per la nomina dei membri degli organi della società non pregiudicano le disposizioni nazionali che riconoscano ad una minoranza di azionisti o di *altre persone* di designare una parte di essi.

Pertanto, laddove, come nel caso dell’ordinamento italiano, la legislazione consenta l’emissione di titoli ibridi che attribuiscono un diritto di voto per l’elezione di alcuni degli amministratori degli organi di controllo, anche le società europee potranno emettere siffatta tipologia di titoli.

Le considerazioni sottese a tale scelta attengono, in primo luogo, alla volontà di scongiurare fenomeni opportunistici di arbitraggio normativo che potrebbero avere luogo con migrazioni da stati che non consentono meccanismi di protezione degli azionisti dominanti a stati che invece li permettono e, in secondo luogo, alla considerazione che la presenza stessa di un azionista di controllo può di per sé avere effetti positivi per gli azionisti esterni: il mercato del controllo societario rappresenta solo uno degli strumenti di monitoraggio, laddove effetti positivi possono originare anche dalla capacità di controllo sui *managers* della società esercitata dal gruppo di controllo.

Capitolo II

Gli strumenti finanziari partecipativi

SOMMARIO: 1. Il quadro normativo: dai titoli di credito agli strumenti finanziari partecipativi. - 1.1. Premessa. - 1.2. Le opzioni interpretative dei titoli di credito: possibili ripercussioni sugli strumenti finanziari partecipativi. - 1.3. Dai valori mobiliari agli strumenti finanziari: la dematerializzazione. - 1.4. Gli strumenti finanziari *tout court*: profili di interferenza con la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi. - 2. Tratti essenziali della fattispecie. - 2.1. La nozione di “partecipativo”. - 2.2. La qualificazione del rapporto giuridico. - 2.3. La causa tipica. - 2.4. La competenza all’emissione. - 2.5. Restituibilità e contabilizzazione dell’apporto. - 2.6. Il diritto di voto: modalità di esercizio. - 2.7. Gli altri diritti amministrativi. - 2.8. Il diritto di opzione

1. Il quadro normativo: dai titoli di credito agli strumenti finanziari partecipativi

1.1. Premessa

Come già rilevato, l’espressione “altri strumenti finanziari partecipativi”, data la laconicità dell’art. 2346, co. 6, c.c., desta numerose perplessità non solo in punto di disciplina applicabile, ma soprattutto sotto il profilo della sua estensione e dei relativi contenuti. Per pervenire alla corretta individuazione della fattispecie occorre procedere, preliminarmente, al raffronto (almeno sul piano definitorio) rispetto ad altre similari categorie giuridiche, quali quelle dei titoli di credito e degli strumenti finanziari *tout court*. Nel prosieguo dell’analisi si tenterà di illustrare la disciplina applicabile e i riflessi sul governo societario della società emittente⁵².

⁵² Con particolare attenzione all’allocazione di potere e controllo, a partire dai semplici modelli estremi di impresa interamente detenuta dall’unico imprenditore e, sul versante opposto, della *public company*. Nel primo caso non sorgono problemi di separazione tra proprietà e controllo, e i relativi costi di agenzia, mentre nel secondo la separazione è totale, poiché la polverizzazione dei possessi azionari rende difficile un’azione coordinata dei proprietari dell’impresa per il controllo della medesima. M. C. JENSEN, W. H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3 (1976), p. 315. La riforma del diritto societario ha graduato le società per azioni in:

1.2. Le opzioni interpretative dei titoli di credito: possibili ripercussioni sugli strumenti finanziari partecipativi

Con la locuzione “titolo di credito” si individua quel documento contenente una dichiarazione (di contenuto variabile) e costituente il mezzo necessario e sufficiente per l’esercizio e per la circolazione del diritto incorporato nel documento stesso⁵³. Tale strumento risponde all’esigenza, sorta già nel XIX secolo, di garantire la certezza e la sicurezza nella circolazione dei crediti⁵⁴

La dottrina si è spesso cimentata nel tentativo di delimitare il novero delle fattispecie sussumibili all’interno della categoria in oggetto, proponendo diversi ordini di classificazioni, relative, in particolare, alla funzione economica sottesa al titolo, alla legge di circolazione, alla tipicità, nonché al carattere seriale o no dei titoli emessi. Tali sforzi presentano spunti di notevole interesse ai fini della presente indagine, giacché, data l’estrema laconicità della disciplina dettata dall’ultimo comma dell’art. 2346 c. c., le elaborazioni relative ai titoli di credito mostrano utili potenzialità interpretative anche relativamente alla categoria degli strumenti finanziari partecipativi, con notevole e diverso impatto, sia in termini di ricostruzione della disciplina applicabile, sia in termini di riflessi sulla *corporate governance* delle società emittenti.

Relativamente al profilo della funzione economica del titolo e del contenuto della dichiarazione in esso incorporata, tradizionalmente i titoli di credito sono stati classificati in titoli cambiari, titoli obbligazionari o di

i. Società c.d. aperte, ossia quelle che fanno ricorso al mercato dei capitali, ai sensi dell’art. 2325-bis, c. c., nelle quali sono comprese sia le società con azioni quotate in mercati regolamentati, sia le società con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante;

ii. Società c.d. chiuse, derivate *a contrario* dall’art. 2325-bis c. c.

La tipizzazione operata dal legislatore assume rilevanza nell’individuazione della funzione economica e nella definizione del contenuto degli strumenti finanziari proprio in considerazione del carattere più o meno personale del modello societario. L’analisi sarà condotta in relazione alle diverse ipotesi che gli strumenti finanziari emessi siano titoli individuali o titoli di massa, e alle conseguenze che le due scelte implicano in termini di società interessate all’eventuale emissione, prestazione sinallagmatica sottostante, e modalità di esercizio e tutela dei diritti attribuiti.

⁵³ G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1996, p. 677.

⁵⁴ P. SPADA, *La circolazione della “ricchezza assente” alla fine del millennio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 407. Vedi anche B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 47.

prestito, titoli rappresentativi di merci e titoli di partecipazione⁵⁵. Sotto questo versante, molteplici sono le interpretazioni della funzione economica degli strumenti finanziari partecipativi e i riflessi, da un lato, sui criteri per l'individuazione dello *status socii*⁵⁶, dall'altro, sulla loro possibile qualificazione come *tertium genus* assimilabile alla fattispecie azionaria o obbligazionaria, e la conseguente sottoposizione alle relative discipline⁵⁷.

Per quanto attiene alla legge di circolazione, rilevante ai fini dello studio degli strumenti finanziari è non già la tripartizione posta dal codice civile⁵⁸, bensì il fondamento stesso della circolabilità. L'accento va, dunque, posto sulla facoltà concessa agli statuti di disciplinare, se ammessa, la legge di circolazione. In tal senso, si tenga presente come l'effettiva circolazione del titolo, benché presupposto della disciplina dettata dal codice civile, dipende dalla sola volontà del creatore del titolo; fin quando il titolo, ancorché destinato alla circolazione, rimane nelle mani dell'originario prenditore, esso funzionerà come un comune titolo di legittimazione⁵⁹.

Relativamente alla distinzione tra titoli tipici e titoli atipici⁶⁰, la dottrina si è lungamente interrogata circa l'ammissibilità, in base ai principi di

⁵⁵ G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 707.

⁵⁶ M. C. CARDARELLI, *Azioni e modi di partecipazione*, in G. BONFANTE (a cura di), *Codice commentato delle nuove società*, Milano, 2004, p. 116. Si veda A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1275, secondo il quale solo la titolarità di azioni consente di acquisire la qualità di soci. Tale interpretazione è confermata dall'art. 2346, co., 6, c. c., che, affermando che gli strumenti finanziari possono essere emessi a seguito di apporti da parte di soci o di terzi, lascia intendere che la qualità di socio deve preesistere alla sottoscrizione dello strumento finanziario, e quella di terzo non muta dopo (e a causa di) tale sottoscrizione. Della stessa opinione, anche C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, p. 60.

⁵⁷ G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, p. 814. Da un lato vi è chi riscontra l'elemento marcante per distinguere i titoli partecipativi da quelli non partecipativi nell'attribuzione del diritto di voto, e nel potere di esercitare un'influenza all'interno della corporazione, A. PACIELLO, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, p. 165; G. FERRI JR., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, p. 124. Dall'altro, chi riconduce la natura partecipativa al contenuto patrimoniale degli strumenti, e cioè, alla partecipazione agli utili della società. Cfr. N. SALANITRO, *Strumenti di investimento*, cit., p. 288.

⁵⁸ Si fa riferimento ai titoli nominativi, titoli all'ordine e titoli al portatore.

⁵⁹ G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 679.

⁶⁰ Nonché, titoli socialmente tipici. Si veda per la classificazione G. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, p. 146.

autonomia contrattuale, della creazione di titoli atipici⁶¹. Oggi la riforma del diritto societario ha definitivamente fugato tali dubbi e ha sancito la liceità di strumenti “tipici a contenuto atipico” in cui incorporare pretese di natura patrimoniale e diritti di natura amministrativa non tipizzati dal legislatore ma rimessi alla libera negoziazione tra la società e i primi sottoscrittori degli strumenti⁶². Senza menzionare la posizione di chi ha ritenuto la previsione di cui all’art. 2346, co., 6, c. c. giuridicamente non necessaria, in ragione del “principio di libertà di emissione” operante per i titoli di credito e per gli strumenti finanziari, da parte delle società quotate e, a maggior ragione, per le società chiuse⁶³.

Infine, quanto alla distinzione tra titoli di massa o emessi in serie⁶⁴ e titoli individuali, gli strumenti finanziari partecipativi potranno rientrare nell’una o nell’altra categoria, a seconda delle modalità e delle condizioni di emissione che l’autonomia statutaria, ai sensi dell’art. 2346, co., 6, c. c., è

⁶¹ A favore, nel senso dell’ammissibilità di titoli atipici e di sottostanti operazioni atipiche di raccolta del risparmio, P. SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, p. 19. Nello stesso senso, con il solo limite degli interessi tutelati, F. ASCARELLI, in B. LIBONATI e G. VISENTINI (a cura di), *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, Milano, 1980, p. 3. Per un’esauritiva ricostruzione del dibattito si veda G. DI CHIO, *Titoli atipici*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, XV, Torino, 1991, p. 395.

⁶² 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, p. 519. Il Testo Unico della Finanza, nell’elencare le diverse tipologie di strumenti finanziari, intesi quali strumenti di investimento di natura finanziaria caratterizzati dalla loro negoziabilità nel mercato dei capitali, e perciò destinati alla circolazione, vi includeva unicamente da una parte le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitali di rischio, dall’altra le obbligazioni e gli altri titoli di debito, non chiarendo se i titoli rappresentativi del capitale di rischio diversi dalle azioni e i titoli di debito diversi dalle obbligazioni avrebbero dovuto essere comunque tipici, o avrebbero potuto essere anche atipici. Se infatti era ormai pacifico ammettere che l’autonomia regolasse i rapporti tra le parti del rapporto, un problema di tutela di coloro che sono estranei all’accordo negoziale si poneva quando il titolo creato dalle parti fosse destinato a terzi. L’interpretazione era comunque nel senso dell’ammissibilità anche in ragione dell’introduzione della disciplina che prevedeva il controllo della Consob sulla trasparenza informativa e della Banca d’Italia sull’incidenza nei mercati finanziari di tali emissioni. N. SALANITRO, *Strumenti di investimento*, cit., p. 285.

⁶³ G. MIGNONE, *Commento sub art. 2346, 6° comma*, in G. COTTINO (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, p. 236 e F. CARBONETTI, *Dai “valori mobiliari” agli strumenti finanziari*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 1117.

⁶⁴ Le espressioni “titolo di massa” e “titolo emesso in serie”, usate indifferentemente per esprimere lo stesso fenomeno, sono, in realtà, in rapporto di genere a specie: mentre tutti i titoli di massa sono emessi in serie, possono essere emessi in serie anche titoli individuali. G. CASTELLANO, *I titoli di massa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1987, I, p. 25.

chiamata a disciplinare. Gli strumenti finanziari potranno essere titoli di massa, emessi, cioè, in quantità notevole a seguito di un'unica operazione collettiva di investimento, i quali presentano caratteristiche omogenee per ciascuna serie, sicché ciascun titolo è fungibile con un altro⁶⁵. In maniera affatto diversa⁶⁶, gli strumenti finanziari partecipativi potranno essere titoli individuali⁶⁷, emessi e negoziati in funzione di un determinato affare, non destinati alla circolazione sui mercati, e rispetto ai quali la fungibilità opera solamente in casi eccezionali⁶⁸.

1.3. Dai valori mobiliari agli strumenti finanziari: la dematerializzazione

Analoghe potenzialità interpretative in relazione alla fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346 c. c. presentano le elaborazioni svolte circa la categoria degli strumenti finanziari di cui all'art. 1, co., 2, d. lgs. 58/98. Tale previsione costituisce l'approdo di un lungo *iter* legislativo che ha visto l'introduzione e il superamento, all'interno del nostro ordinamento, del concetto di valore mobiliare, nonché l'introduzione della c.d. dematerializzazione.

L'art. 18-bis della l. 216/74⁶⁹, in tema di sollecitazione del pubblico risparmio, dettava⁷⁰ una nozione di valore mobiliare estremamente ampia, ricomprendendovi qualsiasi cosa avesse a che fare con l'investimento del risparmio⁷¹. Se da una parte, perciò, siffatta definizione di valore mobiliare

⁶⁵ G. CASTELLANO, *I titoli di massa*, cit., p. 22.

⁶⁶ G. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, cit., p. 150. La distinzione tra titoli di massa e titoli individuali è ritenuta essere la più rilevante nell'ambito dei titoli di credito, tanto da escludere, in altri ordinamenti, la categoria unitaria dei titoli di credito.

⁶⁷ Di opinione diversa chi, qualificando gli strumenti finanziari come titoli di debito, li sottopone alla disciplina delle obbligazioni, venendo a qualificare la loro emissione come un'operazione di raccolta di capitali presso il pubblico necessariamente di massa, in ragione della previsione, da un lato di limiti quantitativi all'emissione e, dall'altro, di una complessa organizzazione di categoria. G. FERRI JR., *Fattispecie societaria*, cit., p. 819.

⁶⁸ Ad esempio, titoli individuali della stessa serie.

⁶⁹ E successivamente l. 23 marzo 1983, n. 77 e l. 4 giugno 1985, n. 281.

⁷⁰ Articolo abrogato dal d. lgs. 24 febbraio 1998, art. 214.2, lett. b).

⁷¹ L'articolo recitava: "... per valore mobiliare è da intendere ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese

garantiva la necessaria flessibilità applicativa della disciplina sulla sollecitazione dell'investimento, dall'altra veniva meno l'individuazione dei criteri caratterizzanti la nozione di valore mobiliare rispetto ad altri strumenti di investimento; il riferimento teleologico volto a ricomprendere tutte le allocazioni finanziarie faceva perdere qualunque valenza definitoria alla previsione normativa in parola⁷².

Se il citato art. 18-bis, l. 216/74 superava il tradizionale accostamento tra valori mobiliari e titoli di massa⁷³, in tutte le leggi diverse da questa, il termine valore mobiliare era inteso nel suo tradizionale e più proprio significato. Venivano così a coesistere nel nostro ordinamento due nozioni di valore mobiliare: “l'una, di uso generalissimo, corrispondente, in buona

o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento italiani o esteri; ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non; ogni documento o certificato rappresentativo di diritti relativi a beni immateriali o a proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopra indicati ...”.

⁷² N. SQUILLACE, *La legge 2 gennaio 1991, n. 1, e i contratti swap*, in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 79. Nello stesso senso anche G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale, cit.*, p. 778.

⁷³ G. CASTELLANO, *I titoli di massa, cit.*, p. 23. L'autore accosta la distinzione tra titoli individuali e titoli di massa a quella, nella tradizione francese, tra *effets de commerce* e *valeurs mobilières*. “Valori mobiliari” e “titoli di massa” possono intendersi come sinonimi, contraddistinguendo il medesimo fenomeno di titoli di investimento, mediante i quali si manifesta il fenomeno della raccolta del risparmio e della mobilitazione della ricchezza. Nello stesso senso, R. LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in G. FERRARINI, P. G. MARCHETTI (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari*, Roma, 1998, p. 73. Si veda F. CARBONETTI, *Che cos'è un valore mobiliare?*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 290. Nello stesso senso, G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale, cit.*, p. 706, che, pur sovrapponendo le due categorie, evidenzia come queste sottendano risposte a problemi diversi: da un lato, quelli tradizionalmente cartolari, dall'altro, il funzionamento del mercato finanziario e la tutela del risparmio. In questo senso, perciò, secondo l'autore, non si può parlare di rapporto di genere a specie tra le due categorie, ancorché tendenzialmente corrispondenti sul piano empirico. Ed è proprio in ragione di impedire forme elusive che il legislatore, nel porre una disciplina volta alla tutela del risparmiatore, ha distaccato la nozione di “valore mobiliare” dalla figura del titolo di massa, negando rilievo al profilo centrale per i titoli di credito della negoziabilità, e facendo espresso riferimento ad ogni “interesse negoziabile e non”. In senso diverso, P. SPADA, *Dai titoli di credito, cit.*, p. 18, evidenzia come tra emissione di titoli di massa e raccolta del risparmio diffuso non vi sia corrispondenza, né univoca, né biunivoca. Possono, infatti, aversi emissioni di titoli di credito di massa senza appello al risparmio, e, viceversa, appello al risparmio senza emissione di titoli di credito di massa e, anche, senza emissione di documenti di sorta, meritevoli o meno di qualificazione cartolare. Infine, P. SPADA, *La circolazione, cit.*, p. 408, secondo il quale il titolo di credito è un dispositivo che amministra questioni “microgiuridiche”, quali la composizione di liti sulla titolarità dei diritti documentati, mentre questioni “macrogiuridiche”, quali il controllo dei flussi finanziari e l'intermediazione finanziaria nei confronti del pubblico, sono amministrate avvalendosi di nozioni alternative al titolo di credito (valore mobiliare e, a partire dal 1996, strumento finanziario), che stentano, tuttavia, ad ottenere uno statuto conoscitivo autonomo.

sostanza, a quella di titolo di massa, l'altra, residuale, di rilievo esclusivo sotto il versante sollecitatorio"⁷⁴. In secondo luogo, il riferimento a "ogni documento o certificato rappresentativo" permetteva di far riferimento a qualsiasi situazione soggettiva di cui vi fosse comunque traccia documentale, venendo meno il fenomeno dell'incorporazione che caratterizza i titoli di credito⁷⁵.

L'art. 1, co., 2, t.u.f., introduce un mutamento terminologico e sostanziale, sostituendo la nozione (*scilicet*, la classificazione) degli strumenti finanziari (peraltro, già introdotta dell'art. 1 del d. lgs. 415/96, c.d. Eurosim) a quella di valore mobiliare. Quest'ultima perde, parallelamente, il rilievo normativo e il ruolo delimitativo nella disciplina della sollecitazione dell'investimento. Essa, astrattamente idonea ad includere qualunque fattispecie⁷⁶, e svincolata, come già rilevato, dalla presenza di uno strumento cartolare di mobilitazione della ricchezza, contrastava con la scelta operata dalla Direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento, secondo cui per valore mobiliare si intendono le "categorie di titoli normalmente negoziate sul mercato dei capitali". Di qui la necessità di conformare la disciplina interna al modello comunitario che assume come categoria generale per la delimitazione dei servizi di investimento gli "strumenti finanziari"⁷⁷. Va per altro verso sottolineato che la loro elencazione, prevista dalla direttiva comunitaria e ripresa dalla normativa interna, rende piuttosto difficile enucleare i tratti distintivi della fattispecie, dato che gli unici connotati qualificanti dell'intera categoria risultano essere quelli della negoziabilità e dell'omogeneità⁷⁸.

⁷⁴ G. CARRIERO, *Statuto dell'impresa di investimento e disciplina del contratto nella riforma del mercato finanziario*, Milano, 1997, p. 31.

⁷⁵ F. CARBONETTI, *Che cos'è un valore mobiliare?*, cit., p. 288. Di più, P. SPADA, *Dai titoli di credito*, cit., p. 20, secondo cui la nozione di valore mobiliare è affrancata da ogni vincolo documentale.

⁷⁶ F. CARBONETTI, *Che cos'è un valore mobiliare?*, cit., p. 301. Se la nozione di valore mobiliare è per convenzione, tutto, allora si riduce ad essere niente, quando concorra con altri elementi ad individuare una fattispecie.

⁷⁷ A loro volta articolati in "valori mobiliari", "strumenti del mercato monetario" e "strumenti derivati".

⁷⁸ G. CARRIERO, *Statuto dell'impresa*, cit., p. 29.

Non è agevole delineare i rapporti tra le categorie degli strumenti finanziari, dei valori mobiliari e dei titoli di credito⁷⁹. Alla luce della disomogeneità del dato normativo, la dottrina ha rilevato come “la definizione di cui all’art. 1, co., 2, t. u. f.” sembri “avere contenuto imperativo, nel senso di essere esaustiva della categoria; per converso, la categoria dei titoli di credito, autonoma nella sua funzione (seppure questa non sia più di rilevanza centrale negli scambi) conserva più facilmente un suo respiro ed una sua dignità concettuale (oltre che pratica)”⁸⁰. E’ stato inoltre osservato che, nell’ambito della disciplina sulla prestazione dei servizi di investimento, i valori mobiliari recuperano il significato tradizionale di valori ancorati alla presenza di titoli di credito di massa o emessi in serie⁸¹.

In questo processo di agevolazione della circolazione della “ricchezza” e di abbattimento dei relativi costi - lo stesso processo che aveva favorito storicamente la creazione dei titoli di credito⁸² - ha svolto un ruolo determinante l’introduzione della c.d. dematerializzazione. Con tale espressione si designa il fenomeno per il quale all’emissione del titolo su base

⁷⁹ Come è stato opportunamente osservato, la categoria degli strumenti finanziari “non coincide né con quella dei titoli di credito né con quella dei valori mobiliari. Non coincide con la categoria dei titoli di credito, in particolare perché i titoli di credito di massa – azioni, obbligazioni, titoli di debito – sono strumenti finanziari, ma sono strumenti finanziari anche figure contrattuali *tout court*, come i contratti a termine o di opzione collegati a strumenti finanziari ... La categoria degli strumenti finanziari non coincide nemmeno con la categoria dei valori mobiliari, perché il richiamo permanente - da parte dell’art. 1 t.u.f. – a titoli “negoziabili” lascia concludere non essere qualificabili strumenti finanziari i documenti e certificati rappresentativi di un credito o di un interesse non negoziabile, a meno che non ricadano fra gli strumenti finanziari derivati, che però a loro volta sono di contenuto assai riduttivo rispetto a quello che era menzionabile in un valore mobiliare; laddove l’art. 18-bis, l. 216/74 ammetteva espressamente ... fra i valori mobiliari tutti i documenti relativi anche ad interessi non negoziabili. Vero è solo che la sollecitazione del pubblico risparmio tramite documenti rappresentativi di interessi non negoziabili (e con si ricolleghino a strumenti finanziari derivati) è ipotesi di scuola, e che il t. u. f., volendo regolare i mercati, può tranquillamente fare a meno di considerarli. In realtà ... è l’approccio che è diverso. Il problema del regolamento dei mercati” – sotteso alla disciplina degli strumenti finanziari – “è in parte estraneo a quello della mobilitazione della ricchezza (alla cui soluzione concorre il titolo di credito) ed è altresì diverso da quello della regolazione della sollecitazione del risparmio, cui concorreva la disciplina dei valori mobiliari”. Vedi B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 118.

⁸⁰ B. LIBONATI, *Titoli di credito*, cit., p. 118.

⁸¹ G. F. CAMPOBASSO, *Commento sub art. 1*, in G. F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della Finanza*, I, Torino, 2002, p. 8.

⁸² G. CARRIERO, *La legge sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari: tecniche giuridiche ed obiettivi*, in *Foro It.*, 1998, V, c. 309.

cartacea si sostituisce una risultanza che ha in genere natura contabile⁸³, e che garantisce l'equipollenza, ai fini dell'applicazione del regime dei titoli di credito, delle diverse forme di "rappresentazione"⁸⁴.

Nel nostro ordinamento la dematerializzazione totale (o di "primo livello") dei titoli di credito è stata introdotta dal d. lgs. 213/98. Oggi, infatti, tutte le azioni negoziate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in maniera rilevante non possono più essere rappresentate da titoli (dematerializzazione obbligatoria), che pertanto vanno annullati e restituiti alla società emittente. E', invece, in facoltà degli emittenti dematerializzare le azioni non quotate (art. 28, d. lgs. 213/98). L'emissione ed il trasferimento delle azioni dematerializzate, per legge o per volontà dell'emittente, avviene esclusivamente attraverso il sistema di gestione accentrata, con registrazioni contabili.

Una forma di dematerializzazione della circolazione, che però non comporta la soppressione materiale dei titoli (c.d. dematerializzazione debole o di "secondo livello"⁸⁵) era stata invece già introdotta, con riferimento al solo profilo circolatorio, dalla l. 289, del 19 giugno 1986, relativa alla società Monte Titoli.

Si discute se gli strumenti finanziari dematerializzati possano ancora catalogarsi fra i titoli di credito. "Il discorso varia a seconda della premessa da cui si voglia prendere l'avvio. Se si ritiene che il titolo di credito sia caratterizzato in via essenziale dalla veste cartolare che assume, certamente gli strumenti finanziari dematerializzati nulla hanno a che vedere con i titoli di credito. Se però il titolo di credito viene considerato come strumento di mobilitazione della ricchezza, allora non c'è dubbio che titoli di credito *ex*

⁸³ B. LIBONATI, *Titoli di credito, cit.*, p. 118.

⁸⁴ P. SPADA, *La circolazione, cit.*, p. 409.

⁸⁵ Ai sensi dell'art. 86 t.u.f., le registrazioni contabili producono "gli effetti propri del trasferimento secondo la disciplina legislativa dei titoli di credito". La dematerializzazione non può definirsi totale perché i titoli vengono pur sempre creati e rilasciati dalla società emittente e restano depositati presso la società di gestione accentrata. I depositanti, inoltre, possono sempre uscire dal sistema, chiedendo la restituzione del quantitativo di titoli di loro spettanza.

codice civile e strumenti finanziari dematerializzati siano figure utili a svolgere, con tecniche diverse, la medesima funzione⁸⁶.

1.4. Gli strumenti finanziari *tout court*: profili di interferenza con la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi

La fattispecie di strumento finanziario partecipativo introdotta dalla riforma del diritto societario⁸⁷ deve a questo punto essere coordinata con la più ampia nozione di strumento finanziario definita ai sensi dell'art. 1, co., 2, t.u.f. Ciò presenta notevoli implicazioni sulla relazione che si instaura tra la disciplina societaria e quella dei mercati di capitali⁸⁸.

Preliminarmente bisogna rilevare che il d.lgs. n. 37/04, recante le modifiche al Testo Unico della Finanza, ha inserito nel novero di strumenti finanziari rubricati all'art. 1, co., 2, anche gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile⁸⁹.

Numerose sono state le obiezioni rispetto alla volontà del legislatore di porre gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi in un rapporto di genere a specie con la nozione giuridica di strumento finanziario definita nel t.u.f. e caratterizzante titoli, valori e contratti comunque negoziabili ovvero destinati ad un mercato⁹⁰.

⁸⁶ B. LIBONATI, *Titoli di credito*, cit., p. 135.

⁸⁷ Ancorché autorevole dottrina suggerisca di interpretare i c.d. strumenti ibridi non come fattispecie, ma piuttosto come categoria dogmatica, con valore meramente descrittivo. U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1096.

⁸⁸ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni*, cit., p. 1270. La progressiva diversificazione dell'offerta di strumenti finanziari in relazione alle diverse tipologie di investitori ha fatto sì che il diritto del mercato finanziario divenisse anche, e soprattutto, il diritto degli emittenti degli strumenti finanziari.

⁸⁹ Anteriormente all'emanazione del c.d. decreto correttivo, la previsione di cui all'art. 18, co., 5, lett. a), t.u.f., che riconosce al Ministero del Tesoro il potere di individuare nuove categorie di strumenti finanziari era stata interpretata nel senso di escludere la possibilità che l'autonomia statutaria operasse nella configurazione del contenuto degli strumenti finanziari, prerogativa che, invece, caratterizza quelli codicistici. G. FERRI JR., *Fattispecie societaria*, cit., p. 820.

⁹⁰ V. SANTORO, *Commento sub art. 2351*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, vol. 2/I, p. 152.

L'“omonimia” celerebbe strumenti affatto diversi⁹¹, sia in considerazione del dato letterale - poiché l'art. 1 esordisce precisando che le definizioni ivi fornite sono funzionali alle disposizioni contenute nel testo - sia in ragione del fatto che la qualifica di strumenti finanziari ai sensi dell'art. 1, e la conseguente applicazione delle norme speciali dettate dal t.u.f., è condizionata alla negoziabilità sul mercato dei capitali di beni che hanno una disciplina nel diritto societario.

Gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, co., 6, c.c. sarebbero solo astrattamente idonei ad essere collocati presso il pubblico, e la loro effettiva circolazione risulterebbe eventuale, circostanza questa che li renderebbe incompatibili con il profilo di negoziabilità sul quale poggia l'art. 1, co., 2, t.u.f.

La negoziabilità richiesta dal t.u.f. presuppone una standardizzazione, intesa come fungibilità degli strumenti finanziari riconducibili ad una stessa operazione di massa, nonché una tipizzazione che faciliti la comprensione e l'accettazione da parte degli investitori del contenuto normativo, giuridico ed economico dell'investimento proposto dalla società⁹², caratteristiche incompatibili con il caso in cui l'apporto sia costituito dalla prestazione di opera o servizi⁹³. Parimenti, la trasferibilità potrebbe essere esclusa anche nell'ipotesi in cui a fronte dell'emissione di strumenti finanziari venissero apportate soltanto risorse finanziarie, in considerazione della facoltà concessa dall'art. 2346, co., 6, c.c.⁹⁴.

In questa prospettiva sembra realizzarsi una dicotomia sia in punto di qualificazione della fattispecie sia relativamente alla disciplina applicabile a seconda che tali strumenti siano o no usati per la raccolta di risorse finanziarie tra il pubblico⁹⁵. Il d. lgs. 37/04 ha, infatti, introdotto il comma 4-ter dell'art.

⁹¹ G. FERRI JR., *Fattispecie societaria*, cit., p. 820.

⁹² P. MARANO, *Mercati di capitali*, cit., p. 155.

⁹³ Nel qual caso, qualora la trasferibilità fosse prevista, sarebbe subordinata al preventivo assenso della società, in ragione della natura strettamente personale della prestazione.

⁹⁴ V. SALAFIA, *Titoli di partecipazione e di debito*, in *Le società*, 2004, p. 282.

⁹⁵ U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1094.

11, d. lgs. 385/93, ai sensi del quale “se non disciplinati dalla legge il CICR fissa i limiti all’emissione e, su proposta formulata dalla Banca d’Italia sentita la Consob, può determinare durata e taglio degli strumenti finanziari, diversi dalle obbligazioni, utilizzati per la raccolta tra il pubblico”.

Quale che sia l’apporto acquisito dalla società a fronte dell’emissione degli strumenti finanziari partecipativi “*hors de capital*”, il vantaggio del possesso degli stessi da parte dei titolari consiste nel fatto che l’esercizio dei diritti in essi incorporati, come quelli compresi in ogni titolo di credito, non abbisogna di collaborazione altrui o di preventiva prova di esistenza⁹⁶. A fronte dell’ampia varietà sulle possibilità di utilizzo degli strumenti finanziari⁹⁷, il tratto comune sta nel riconoscimento che alla base di uno strumento finanziario c’è un contratto, di per sé già meno conoscibile di una qualunque altra *res*, e per di più un contratto caratterizzato dallo scambio tra un bene presente (normalmente denaro) ed un corrispettivo futuro rimesso in gran parte al comportamento di altri o comunque non influenzabile in misura determinante dall’investitore⁹⁸. La trasferibilità, e ancora prima una standardizzazione minima (a meno di apporti di opere o servizi, rispetto ai quali non è indifferente l’identità del soggetto obbligato) permetterebbero al terzo o al socio “apportanti” di preferire lo strumento finanziario alla stipulazione dello specifico contratto, e di trasferire ad altri la loro posizione giuridica, le obbligazioni assunte, e l’alea insita nel rapporto⁹⁹.

⁹⁶ V. SALAFIA, *Titoli di partecipazione*, cit., p. 282.

⁹⁷ Ferma restando la netta separazione tipologica dei c.d. prodotti finanziari dai contratti c.d. derivati. G. CARRIERO, *Statuto dell’impresa*, cit., p. 28.

⁹⁸ G. MIGNONE, *Commento sub art. 2346, 6° comma*, cit., p. 245. Si consideri, ad esempio, che alla base di un’obbligazione “partecipante” vi è un rapporto di mutuo parziario, nel quale la remunerazione è in tutto o in parte rappresentata da utili (dunque aleatoria), ma la remunerazione è certa; o il caso inverso di prestiti a tutto rischio, figura contrattuale nella quale la remunerazione è fissa, ma la restituzione del capitale è aleatoria, nel senso che può venire intaccato dalle perdite dell’impresa mutuaria. Sul punto, vedi anche G. B. PORTALE, “*Prestiti subordinati*” e “*Prestiti irredimibili*”, *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 7.

⁹⁹ V. SALAFIA, *Titoli di partecipazione*, cit., p. 282.

2. Tratti essenziali della fattispecie

2.1. La nozione di “partecipativo”

Stante il fatto che la nozione codicistica di strumento finanziario ricomprende una panoplia talmente ampia di modalità di partecipazione al finanziamento dell’attività sociale da risultare difficile la classificazione di tali strumenti in un’unica categoria¹⁰⁰ - a meno di una generica nozione di “strumento ibrido” definito in negativo rispetto alla nozione di azione e di obbligazione - appare opportuno individuare almeno in termini generali che cosa debba intendersi per “strumento finanziario partecipativo”, là dove il codice civile nel prevederlo non ne fornisce una definizione, né ne connota le caratteristiche.

In particolare, il problema sorge nel momento in cui ci si chiede se i diritti amministrativi o patrimoniali di cui all’art. 2346, co. 6, c.c., possano essere attribuiti solo agli strumenti finanziari partecipativi o anche a quelli non partecipativi e, in maniera inversa, il riconoscimento di quali tra questi diritti attribuisca la qualifica di “partecipativo”.

Una prima interpretazione rinviene l’elemento discriminante della partecipatività nell’imputazione dello strumento finanziario al capitale sociale¹⁰¹.

¹⁰⁰ M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 385.

¹⁰¹ Per un’impostazione di tipo formalistico, ancorché rivisitata in termini di patrimonio sociale e non semplicemente di capitale sociale, si veda C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., p. 66. Nello stesso senso anche G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, p. 67, secondo il quale il conferimento è qualificazione non solo formale ma anche negoziale dell’apporto come destinazione all’esercizio di attività comune. Inoltre, il conferimento assume significato economico essendo da un lato titolo di assunzione di rischio primario e dall’altro di intervento, in diversa misura, nella vicenda societaria con la disciplina conseguente. Si veda inoltre M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell’impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli “altri strumenti finanziari partecipativi”*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, p. 366. Secondo l’Autore, l’individuazione della fattispecie non può che essere ricondotta al regime che governa la prestazione cui è chiamato il sottoscrittore, in considerazione del fatto che nello scenario delineato dalla riforma, dove coesistono azioni senza diritto di voto, obbligazioni rappresentative di prestiti subordinati e altri strumenti finanziari muniti di diritto di voto, non è possibile cercare di cogliere la distinzione tra le diverse figure nell’ambito dei diritti che rispettivamente attribuiscono ai loro possessori.

Secondo tale impostazione, gli strumenti finanziari, al pari delle obbligazioni, non sarebbero in nessun modo qualificabili come partecipativi indipendentemente dalla natura e dall'entità dei diritti a questi attribuiti; ciò sarebbe in contrasto con il dato normativo laddove l'art. 4, co. 6, della legge delega prevedeva la possibilità di "emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi", configurando la possibilità che gli strumenti finanziari ancorché non computabili nel capitale sociale possano assumere la qualifica di partecipativo.

Una seconda classificazione attiene alla partecipazione o meno degli strumenti finanziari al capitale di rischio e non già al capitale di credito, ovvero alla partecipazione dei possessori di tali strumenti al rischio d'impresa e alle situazioni in cui il finanziamento, ancorché non societario, possa assumere valenza partecipativa¹⁰².

L'espressione "partecipativo" verrebbe allora ad indicare i titoli che non danno automatico diritto alla restituzione di quanto apportato, ma che attribuiscono il diritto al residuo, postergato rispetto agli altri creditori sociali, al momento dello scioglimento della società e al dividendo in concorso con gli azionisti¹⁰³.

¹⁰² N. SALANITRO, *Strumenti di investimento*, cit., p. 288 e M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 14. L'Autore aveva precedentemente sostenuto che l'elemento discriminante risiedesse nel fatto che solo le obbligazioni prevedono una data di rimborso diversa, e anteriore, a quella dello scioglimento della società. Nei casi in cui non fosse prevista una data per il rimborso, venendo questa a coincidere con quella di liquidazione della società, si sarebbe in presenza di strumenti finanziari partecipativi. In proposito si veda M. LAMANDINI, *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 M. DE TILLA, G. ALPA e S. PATTI (a cura di), *Nuovo diritto societario*, Roma, 2003, p. 108. In senso contrario, si veda G. FERRI JR., *Finanziamento dell'impresa*, cit. p. 121, secondo il quale la partecipazione al rischio d'impresa non rappresenterebbe un dato tipologico, ma un profilo della disciplina. Inoltre, da un punto di vista letterale, l'art. 2411, co. 3, c.c. dispone che agli strumenti finanziari comunque denominati che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società si applichino le disposizioni in materia di obbligazioni.

¹⁰³ L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, dattiloscritto, p. 13.

Un diverso approccio interpretativo individua, infine, l'elemento discriminante le due tipologie di strumenti finanziari nella possibilità per il finanziatore di contribuire alla formazione della volontà sociale¹⁰⁴.

Tale impostazione trae tra l'altro fondamento dalla formulazione dell'art. 4, co. 6, della legge delega dove l'inversione dei termini "non partecipativo" e "partecipativo" lascia presupporre che l'idea del legislatore fosse quella di riconoscere solo agli strumenti partecipativi diritti amministrativi e che pertanto la qualifica discendesse proprio dall'attribuzione di quest'ultimi. Sarebbe allora l'attribuzione del diritto di voto, nei limiti previsti dal codice civile, a distinguere tra strumenti finanziari partecipativi e strumenti finanziari non partecipativi.

La rimozione in sede di attuazione di ogni riferimento alla partecipatività, la congiunzione disgiuntiva "o anche" impiegata nell'art. 2346, co. 6, c.c., nonché la considerazione che l'ordinamento consente che gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, co. 6, c.c. siano pacificamente dotati di soli diritti patrimoniali, solleva alcune perplessità circa l'individuazione del diritto di voto quale *discrimen* tra fattispecie partecipative e non partecipative¹⁰⁵.

A maggior ragione, non appare condivisibile l'interpretazione secondo la quale la partecipatività discende non dalla generale competenza a decidere dell'attività sociale, ma dall'attribuzione del diritto di voto nell'assemblea

¹⁰⁴ Così, prima dell'emanazione dei decreti attuativi, N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 296 e G. FERRI JR., *Finanziamento dell'impresa*, cit., p. 119. Successivamente, S. PERUGINO, *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Le società*, 2004, n. 8, p. 944. Si veda anche ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2003, p. 98. La natura partecipativa dello strumento discende dalla disponibilità di diritti amministrativi e quindi dal diritto di ispezione e di voto, ma anche dal diritto di veto rispetto a determinate decisioni societarie.

¹⁰⁵ M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa*, cit., p. 365; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 58; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1092; L. ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi e ibridi e di azioni correlate e riscattabili*, in M. DE TILLA, G. ALPA e S. PATTI (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Roma, 2003, p. 108 e L. ENRIQUES, *Quartum non datur*, cit., p. 12.

straordinaria, nella quale vengono prese le decisioni più rilevanti per la società ed in particolare il finanziamento e il disinvestimento¹⁰⁶.

Ne discende che la disciplina dettata dalla riforma del diritto societario non consente l'individuazione di un concetto univoco e inconfutabile di partecipatività: gli strumenti finanziari partecipativi di cui alla Sezione V sarebbero riconducibili alla fattispecie di ibridi disciplinati dall'art. 2346, co. 6, c.c., mentre la specie dei "non partecipativi" comprenderebbe quelli menzionati altrove e, in particolare, gli strumenti finanziari quasi-obbligazionari di cui all'art. 2411, co. 3, c.c. e gli strumenti finanziari correlati ad un patrimonio separato di cui all'art. 2447-ter, c.c.

Il concetto di partecipativo si fonderebbe, allora, sulla duplice attribuzione di posizioni corporative o, in alternativa, sotto il profilo patrimoniale, su una configurazione del rapporto più simile alla partecipazione azionaria che a quello di finanziamento (remunerazione periodica non esclusivamente in misura fissa e assenza di un diritto al rimborso del capitale)¹⁰⁷.

¹⁰⁶ G. FERRI JR., *Finanziamento dell'impresa*, cit., p. 119 e S. PERUGINO, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 944. L'Autore si spinge oltre, ritenendo che nel momento in cui ad un determinato finanziamento sia riconosciuto il diritto di voto nell'assemblea straordinaria, il finanziamento dovrà considerarsi societario e il relativo titolare dovrà essere qualificato socio a tutti gli effetti di legge. Nel senso del testo, si veda A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni*, cit., p. 1274 e F. DIMUNDO, *Commento sub art. 2346 c. c.*, in LO CASCIO (a cura di), *Società per azioni*, Milano, 2003, p. 12, secondo il quale i sottoscrittori di strumenti finanziari si caratterizzano solo in negativo – anche in considerazione della natura degli apporti che i soci o anche soggetti terzi possono effettuare – per non acquistare la qualità di soci, in ragione dell'ampia libertà riconosciuta all'autonomia statutaria di per quanto attiene alla configurazione del rapporto causale tra società emittente e titolari degli strumenti.

¹⁰⁷ In merito a tale tripartizione si veda M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, p. 32. Secondo l'autore non è a livello di remunerazione dell'apporto che può essere individuata la linea di confine tra strumenti partecipativi sforniti di diritti corporativi e strumenti obbligazionari o quasi obbligazionari, in considerazione del fatto che anche questi ultimi potrebbero essere emessi, ai sensi dell'art. 2411, co. 2, c.c. nella forma di titoli "partecipanti". Posto, invece, che rientrano nella fattispecie di cui all'art. 2411, co. 3, c.c., il confine si individua nella restituzione dell'apporto e quindi nel diritto, ancorché condizionato, al rimborso del capitale. Per quanto attiene alla definizione di "rimborso di capitale" l'Autore vi ricomprende l'apporto monetario cui corrisponda il diritto di percepire una quota di liquidazione calcolata in percentuale del patrimonio della società al momento dell'estinzione del rapporto, mentre esclude le ipotesi nelle quali non sia prevista alcun tipo di liquidazione in denaro. Nello stesso senso M. NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Le società*, 2005, p. 7, secondo il quale l'ampia categoria di titoli partecipativi comprende quei titoli che siano dotati di diritti patrimoniali o anche

Gli strumenti finanziari potrebbero allora essere privi di diritti amministrativi, se forniti di diritti patrimoniali “partecipativi”, come ad esempio, il diritto alla percezione di una quota di utili in senso stretto in compartecipazione con gli altri soci, ma quando i diritti patrimoniali ad essi associati non hanno natura partecipativa, come nel caso di diritto alla restituzione del capitale oltre ad una remunerazione a titolo di interessi, detti diritti patrimoniali dovranno essere affiancati da diritti amministrativi tipici del contratto sociale¹⁰⁸.

L’analisi circa la nozione di “partecipativo” rileva in particolare ai fini della determinazione della disciplina applicabile agli strumenti finanziari partecipativi di cui all’art. 2346, co. 6, c.c. e gli strumenti finanziari ibridi di cui all’art. 2411, co. 2 e 3, c.c.

L’elemento che distingue le due fattispecie è stato individuato nel fatto che solo nel caso delle obbligazioni è previsto il pagamento di interessi, anche variabili e dipendenti da parametri relativi all’andamento della società, là dove per gli strumenti finanziari partecipativi la remunerazione è aleatoria¹⁰⁹.

In alternativa è stato sostenuto che la differenza attiene al rimborso del capitale che opera solo nelle obbligazioni ancorché condizionatamente all’andamento economico della società¹¹⁰.

L’attribuzione di poteri di partecipazione attiva alla gestione sociale sarà allora elemento non qualificante la categoria, ma il cui riconoscimento è prerogativa esclusiva degli strumenti finanziari partecipativi. In questo senso deve essere letto il riferimento dell’art. 2351, co. 5, c.c. agli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346 e 2349 c.c. – e il mancato richiamo a quelli di

amministrativi che in qualche modo partecipano al contratto sociale o al rischio d’impresa, che di norma spettano ai soli azionisti e che invece vengono qui attribuiti a soggetti diversi da questi ultimi.

¹⁰⁸ F. G. PANTÈ e G. QUATRARO, *Azioni obbligazioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2004, p. 47.

¹⁰⁹ In questo senso, A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l’autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell’impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 645. In senso contrario, ammettendo la possibilità che anche per gli strumenti finanziari partecipativi sia prevista la corresponsione di un interesse, M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 532 e M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, cit. p. 549.

¹¹⁰ M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell’impresa*, cit., p. 366.

cui agli artt. 2411 e 2447-ter c.c. -, come a quelli che possono essere forniti del diritto di voto su particolari argomenti o di nomina dei membri degli organi di amministrazione e controllo della società.

Per quanto attiene all'esperienza degli ordinamenti di *common law*, posto che non questi non conoscono un'equivalente figura di strumenti finanziari ibridi¹¹¹, si rileva che le azioni privilegiate possono essere *participating* o *non-participating*. In particolare, negli Stati Uniti si parla di *participating preferred shares* quando esse danno diritto non solo ad un dividendo privilegiato e predeterminato, ma anche a concorrere con i titolari delle azioni ordinarie nella distribuzione dei dividendi deliberata dagli amministratori dopo aver garantito il dividendo privilegiato¹¹². Viceversa, gli strumenti finanziari "non partecipanti" prevedono la spettanza di un interesse unicamente nel caso in cui la società realizzi utili o disponga di riserve, per cui i titoli saranno in sostanza titoli di debito subordinati e con interesse condizionato.

2.2. La qualificazione del rapporto giuridico

Il processo di interpretazione e di ricostruzione della disciplina applicabile, anche sotto il profilo delle tutele garantite dall'ordinamento, agli strumenti finanziari, richiede che venga preliminarmente indagato il rapporto giuridico che si instaura tra società e sottoscrittori.

Come detto, se il legislatore del 1942 aveva presupposto come già acquisite le risorse finanziarie necessarie per lo svolgimento dell'attività sociale, muovendo dall'idea che i mezzi di finanziamento venissero procurati direttamente dai soci interessati all'esercizio dell'impresa, ovvero potessero essere procurati mediante l'autofinanziamento e il ricorso al credito bancario, le novità in materia di struttura finanziaria sancite dalla riforma del diritto

¹¹¹ L. ENRIQUES, *Quartum non datur*, cit., p. 2.

¹¹² Lo stesso avviene in Inghilterra dove solo le azioni privilegiate "partecipanti" concorrono a formare l'*equity share capital*.

societario¹¹³ suggeriscono l'opportunità di superare la dogmatica del finanziamento societario, tradizionalmente dominata dalle figure del socio e del creditore¹¹⁴ e, per le emissioni di titoli atipici, dell'associato in partecipazione¹¹⁵, e di interpretare la società come una "comunità di rischio" composta da tutti i soggetti che contribuiscono attraverso strumenti giuridici diversi al finanziamento della struttura societaria¹¹⁶. Fama muove dalla constatazione che:

“Le congiunte funzioni di sopportazione del rischio e proprietà del capitale sono riorganizzate e vendute in proporzioni diverse a diverse categorie di investitori. Ad esempio, quando il finanziamento dell'impresa deriva dall'emissione sia di obbligazioni sia di azioni ordinarie, le obbligazioni implicano una combinazione di rischio e proprietà caratterizzata da una percentuale di rischio bassa se confrontata con la combinazione di rischio e proprietà caratteristica delle azioni ordinarie. Ciò non di meno, salvo che le obbligazioni siano esenti da rischio, la funzione di sopportazione del rischio grava in parte anche sugli obbligazionisti e la proprietà del capitale è condivisa da essi e dagli azionisti. Tuttavia la proprietà del capitale non dovrebbe essere confusa con la proprietà della società. Ogni fattore nella società è posseduto da qualcuno... E' importante estirpare la radicata nozione

¹¹³ A sostegno la legge delega n. 366/2001 che, all'art. 2, lett. a) che si propone di rendere le società di capitali strumenti giuridici capaci di incentivare l'efficienza e lo sviluppo dell'impresa, in particolare attraverso l'ingresso nei vari mercati dei capitali. G. FERRI JR., *Fattispecie societaria*, cit., p. 806. E, precedentemente, U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., p. 1102; P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; "vingt ans après"*, Milano, 1998, p. 228. Non dissimili problematiche di qualificazione giuridica dei rapporti erano sorte già relativamente ai prestiti subordinati e irredimibili e, nonostante il *nomen iuris*, alle azioni di risparmio.

¹¹⁴ Le categorie di riferimento erano allora sostanzialmente due: il contratto di società e il contratto di mutuo.

¹¹⁵ F. ASCARELLI, in B. LIBONATI e G. VISENTINI (a cura di), *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, cit., p. 5.

¹¹⁶ U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., p. 1115. La società aperta, se considerata nelle sue dinamiche di finanziamento, può essere rappresentata come un contratto principale organizzativo, ed una serie di contratti collegati mediante i quali si finanzia l'attività d'impresa. A seconda del rilievo personalistico degli assetti societari gli strumenti finanziari potranno essere emessi da un lato al fine di dare rilevanza al soggetto apportante, eventualmente coinvolto nell'attività economica, dall'altra come mero strumento di raccolta di "anonime" risorse finanziarie.

secondo cui la società è posseduta dagli azionisti, poiché questo è il primo passo verso la comprensione del fatto che il controllo sulle decisioni della società non necessariamente è la provincia dei *security holders*”¹¹⁷.

In questo senso, il portatore di strumenti finanziari partecipativi potrà essere ricondotto alla categoria più ampia del “finanziatore” - superando la tradizionale bipartizione tra le fattispecie di azionista-socio e obbligazionista-creditore¹¹⁸, che rappresentano solo i due estremi di una panoplia di soggetti coinvolti nel finanziamento della società – il cui investimento sarà caratterizzato dalla libera determinazione, nel rispetto di eventuali norme imperative (*bargaining under constraints*) - dei diversi profili di rischio di perdita (*risk of loss*)¹¹⁹, remunerazione (*return*)¹²⁰, potere di direzione e controllo esercitabile sull’impresa (*control e monitoring*)¹²¹ e durata del rapporto di investimento (*maturity*)¹²². Il rapporto tra società e portatori di strumenti finanziari sarà ricostruito, sulla base del modello reale di investitore

¹¹⁷ E. F. FAMA, *Agency problems and theory of the firm*, in *Journal of Political Economy*, 88 (1980), p. 290. Per la traduzione cfr. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria, cit.*, p. 113.

¹¹⁸ Si consideri, in proposito, ancorché di difficile applicazione diretta nel nostro sistema societario, la teoria della *corporation* come *nexus of contracts*. M. C. JENSEN, W. H. MECKLING, *Theory of the firm, cit.*, p. 310, e E. F. FAMA, *Agency problems, cit.*, p. 290.

¹¹⁹ Il rischio di perdita, definito anche in relazione al rischio reputazionale e alle garanzie, potrà essere alto (azionisti, titolari del diritto di opzione), basso (titolari di una pretesa fissa a data certa, indipendentemente dai risultati dell’impresa), o ibrido (azionisti privilegiati, obbligazionisti convertibili).

¹²⁰ I soggetti saranno allora classificati, sulla base del rendimento atteso dell’investimento, tra *residual claimants* (azionisti ordinari, titolari di opzioni, e soggetti che partecipano alla distribuzione dei profitti, ad esempio i dipendenti remunerati per una parte mediante attribuzione di utili societari), *semi-residual claimants (royalties)*, e *fixed-claimants* (creditori finanziari, creditori commerciali, locatori, dipendenti).

¹²¹ Superando il tradizionale modello del rapporto di agenzia tra *managers* e azionisti, in cui i diritti residuali di controllo (tipicamente il voto in assemblea) sono riconosciuti unicamente in capo a coloro che sopportano il rischio c.d. residuale d’impresa, il controllo, inteso anche come diritto all’informazione, sarà funzione della specializzazione e del grado di discrezionalità esercitabile dal *management*, e delle possibilità di ridurre il rischio mediante la diversificazione. W. A. KLEIN, *The modern business organization: bargaining under constraints*, in *Yale Law Journal*, 91 (1982), p. 1521.

¹²² La durata dell’investimento sarà il risultato della possibilità di effettuare liberamente prelievi dall’impresa finanziata, dagli accordi espressi, impliciti o legalmente determinati, dal grado di *enforcement* per il rispetto degli accordi, ivi comprese le sanzioni in caso di inadempimento, nonché dalla trasferibilità dei diritti e delle obbligazioni assunte. W. A. KLEIN, *The modern business organization, cit.*, p. 1521.

sottostante, in relazione alla durata, al rendimento e al rischio del finanziamento, dal quale conseguirà l'eventuale attribuzione del potere di esercitare il diritto di voto per concorrere alla nomina dei gestori dell'impresa, o per porre in essere le attività di monitoraggio e controllo funzionali alla corretta composizione dei conflitti di interesse gestionali¹²³.

In termini generali, il rapporto sottostante all'emissione di strumenti finanziari è riconducibile ad un contratto in forza del quale una parte (il sottoscrittore) trasferisce un bene presente all'altra parte (la società emittente), la quale si obbliga, a sua volta, a remunerare e a rimborsare l'apporto a talune condizioni. L'apporto può avere ad oggetto sia entità conferibili, quali denaro, beni in natura e crediti, sia altre prestazioni non conferibili, tra le quali vengono espressamente menzionati le opere e i servizi¹²⁴, ma che possono consistere anche, ad esempio, in obblighi di non fare e il consenso all'uso¹²⁵. Si consideri il caso di una media impresa a carattere familiare, comunque costituita in forma di società per azioni, che voglia riconoscere al patrimonio di imprenditorialità del fondatore un adeguato peso nell'attribuzione del valore creato o nella conduzione della società, oppure al caso di una società con azioni quotate che svolga attività fortemente dipendenti dalle capacità di singoli professionisti, quali, ad esempio, alcune agenzie di pubblicità o editoriali¹²⁶.

Nel caso in cui l'apporto si sostanzia in una provvista di danaro, potrà essere previsto un obbligo di rimborso a favore del soggetto sottoscrittore, anche condizionato nei tempi e nell'entità, all'andamento economico della

¹²³ A. GAMBINO, *Spunti di riflessione, cit.*, p. 647. Il problema della possibilità di attribuire, in assenza di norme imperative, al titolare dello strumento ibrido poteri di influenza e controllo sull'attività d'impresa adeguati era già stato sollevato in materia di azioni di risparmio.

¹²⁴ Ancorché sia stato ipotizzato un eccesso di delega. G. B. PORTALE, *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Corr. giur.*, 2003, p. 146. L'acquisizione di prestazioni non imputabili a capitale può avvenire anche mediante la ripartizione non proporzionale delle azioni tra i soci. Tuttavia le due strade evidenziano costi transattivi diversi: nel caso di assegnazione non proporzionale di azioni il prestatore diventerà socio a tutti gli effetti, essendo affidati i problemi del suo inadempimento o della sopravvenienza di eventi che modificano la convenienza dell'apporto essenzialmente ai patti parasociali; l'emissione di strumenti finanziari consentirà il recepimento delle condizioni direttamente nello statuto.

¹²⁵ M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari, cit.*, p. 546.

¹²⁶ A. CAPASSO, *Assetti proprietari e governo d'impresa*, Padova, 1996, p. 149.

società¹²⁷. In questo caso, gli strumenti finanziari potranno essere emessi, ad esempio, a seguito di un'operazione di prestito subordinato¹²⁸, ove il creditore - creditore di ultimo rango - potrà essere rimborsato solo dopo che siano stati soddisfatti gli altri creditori non ugualmente subordinati (c.d. postergazione completa), o riceverà regolarmente i pagamenti in conto capitale e in conto interessi fino al verificarsi degli "eventi di subordinazione", tipicamente l'apertura di una procedura di liquidazione, che condizionano la postergazione (c.d. postergazione incompleta)¹²⁹. Parimenti, gli strumenti finanziari possono essere emessi a fronte di prestiti irredimibili che vincolano il creditore in perpetuo, ma comunque non oltre la vita dell'emittente¹³⁰. Di là dal dibattito sulla qualificazione giuridica dei prestiti subordinati e irredimibili¹³¹, le

¹²⁷ Di più, F. DIMUNDO, *Commento sub art. 2346 c. c., cit.*, p. 12, l'apporto potrà essere acquistato dalla società come capitale di rischio, senza alcun obbligo di restituzione.

¹²⁸ Conformemente a quanto già previsto dalla normativa bancaria, i finanziamenti subordinati "possono essere emessi sotto forma di obbligazioni, certificati di deposito, buoni fruttiferi o altri titoli", *Istruzioni di vigilanza*, LVII – Sez. V, n. 4.

¹²⁹ G. B. PORTALE, *"Prestiti subordinati"*, *cit.*, p. 3, l'autore distingue il caso in cui il prestito nasca subordinato e quello in cui la postergazione sia apposta ad un debito già in atto. Sebbene il debito subordinato o di lunghissima durata richiederà il pagamento di un saggio d'interesse superiore a quello degli altri titoli obbligazionari, la presenza di passività subordinate rende più appetibile, o certamente più sicura, la posizione del creditore beneficiario, aumentando le possibilità di indebitamento dell'impresa e riducendo potenzialmente il costo del capitale. Si consideri il caso di un'impresa che abbia bisogno di risorse finanziarie, e che a cagione dell'elevato grado di indebitamento non riesca a reperirle sul mercato del credito convenientemente. Il credito subordinato sarà allora preferibile rispetto al capitale azionario, consentendo il ricorso alla leva finanziaria; inoltre, gravando il rischio d'insolvenza integralmente sui creditori subordinati, i beneficiari saranno disposti a rinnovare o estendere il loro finanziamento all'impresa, ovvero a offrirlo a condizioni di remunerazione più vantaggiose, cosicché viene a ridursi il costo del capitale e, parallelamente, ad aumentare il valore dell'impresa. Relativamente ai soggetti sottoscrittori di tali strumenti finanziari, è ipotizzabile che questi siano soggetti qualificati, in grado, cioè, di sopportare un'elevata combinazione di rischio e rendimento, ovvero, gli stessi *insiders* dell'impresa. Infine, l'emissione di debito subordinato, contribuisce, come in termini generali l'aumento della leva finanziaria, alla riduzione dei costi di agenzia del *management*, riducendo le possibilità di gestione inefficiente dell'impresa societaria.

¹³⁰ Nel caso delle *perpetual notes*, ad esempio, il rimborso non può avvenire che su iniziativa dell'ente emittente e dopo un certo periodo dall'emissione, salvo che il debitore non si renda inadempiente del pagamento degli interessi. E', tuttavia, usuale che l'emittente si riservi la possibilità di sospendere il pagamento di detti interessi, senza che ciò comporti la possibilità per il portatore di chiedere il rimborso anticipato, se nel periodo precedente non è stato distribuito dividendo. M. LAMANDINI, *Perpetual notes*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I, p. 608.

¹³¹ E' controverso in dottrina se tali fattispecie possano ancora essere ricondotte al "tipo" del prestito, ossia del mutuo, vedi M. LAMANDINI, *Perpetual notes*, *cit.*, p. 607, o se,

fattispecie sopraccitate si risolvono in “prestazioni di rischio”, dato che questi strumenti di finanziamento addossano al sovventore il rischio della partecipazione diretta alle perdite di gestione¹³². Così come per il rimborso, anche la determinazione della remunerazione è interamente rimessa all'autonomia statutaria e svincolata dalla necessità di individuare elementi essenziali; potranno essere previste remunerazioni avente carattere di interesse (*fixed claim*), garantite o aleatorie, o anche di partecipazione agli utili, preordinata o in concorso con i soci (*residual claim*).

In quanto contratto di durata, il rapporto sottostante all'emissione di strumenti finanziari presenta ineliminabili aspetti di “incompletezza”, e, diversamente da quanto avviene per le azioni, non sono imposti all'*agent* gli obblighi fiduciari di diligenza e correttezza funzionali all'allineamento dei suoi interessi con quelli del *principal*, e alla riduzione dei costi di agenzia cui quest'ultimo è esposto¹³³. Si consideri, a tal proposito, ancorché nell'ambito degli strumenti azionari, il *discount*, in caso di quotazione, tra azioni senza diritto di voto e azioni con diritto di voto, dato comune a molte realtà e particolarmente accentuato nel sistema italiano, che riflette le espropriazioni attese dagli azionisti di risparmio, a seguito mancanza di tutela dai pregiudizi indiretti derivanti da condotta degli amministratori e decisioni strutturali¹³⁴.

2.3. La causa tipica

L'ampio ventaglio di scelte consentito ai privati nel modulare e regolamentare i diritti partecipativi in capo ai possessori di strumenti finanziari

invece, le clausole di postergazione siano contrarie alla natura tipica del negozio. Sul punto, vedi G. B. PORTALE, “*Prestiti subordinati*”, *cit.*, p. 7.

¹³² P. G. MARCHETTI, *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, p. 489.

¹³³ Ai doveri fiduciari degli amministratori U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, *cit.*, p. 1115 aveva già affidato la tutela degli azionisti di risparmio in caso di pregiudizi indiretti da decisioni strutturali o causati dalla condotta dell'organo amministrativo, ed aveva ipotizzato la possibilità di esperire un'azione di responsabilità contrattuale verso la società emittente ogniqualvolta quest'ultima, attraverso i suoi organi, avesse violato i doveri fiduciari nascenti dal contratto di investimento.

¹³⁴ U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, *cit.*, p. 1085.

e nel disciplinare le facoltà ad essi connesse (si pensi alle scelte in ordine alla possibilità di negoziazione o alla partecipazione ai diritti amministrativi dei soci) rende difficoltoso individuare quella serie di caratteristiche che, per la loro essenzialità, assurgono ad elementi fondanti il “tipo” titoli partecipativi. Risulta, infatti, difficile individuare in astratto la natura del rapporto sottostante l’emissione di tali titoli partecipativi: mentre risulta ormai pacifico che al titolo obbligazionario sottenda una causa di mutuo, trattandosi di un’operazione di finanziamento “puro”, lo stesso non può dirsi per ciò che concerne i titoli partecipativi.

È stato osservato che l’ipotesi in cui al “finanziamento” consegua l’acquisto di diritti partecipativi, anche amministrativi, e allo stesso tempo al finanziatore non sia riconosciuto il diritto incondizionato al rimborso, non può essere ricondotta ad una *causa mutui*, essendo tale situazione estranea alla funzione economico sociale propria di questa tipologia contrattuale.

Parimenti, come già rilevato, è da escludersi che i possessori di strumenti partecipativi acquistino la qualità di socio.

Si può, comunque, riconoscere che gli strumenti finanziari previsti dalle norme in esame presuppongano l’esistenza di una *causa societatis*, per l’intuitiva ragione che “partecipano”, sia pure in via solo parziale, dei diritti che sono tipici e propri dei soci: infatti la regolamentazione dei titoli è rimessa all’atto costitutivo, mentre la loro remunerazione, nonché l’ampiezza dei diritti amministrativi a loro riconosciuti, costituiscono un riflesso diretto sia dell’andamento economico della società, sia dei poteri di governo societario dei soci.

In ordine al rapporto tra i possessori di titoli partecipativi e la società, la dottrina ha richiamato il contratto di associazione in partecipazione, per cui i possessori di tali strumenti finanziari assumerebbero la qualità di associato in partecipazione della società. Costui è creditore di una partecipazione agli utili,

con rischio di partecipazione alle perdite della società nei limiti dell'apporto eseguito, oppure con credito al rimborso dell'apporto¹³⁵.

Questa interpretazione non risulta del tutto convincente. Di certo gli strumenti finanziari in parola possono essere plasmati dall'autonomia privata sino ad assumere i connotati propri di un'associazione in partecipazione o di una cointeressenza, ma ciò non significa necessariamente che all'emissione di strumenti finanziari partecipativi siano sempre e necessariamente sottesi i contratti disciplinati dagli artt. 2553 e 2554 c.c.

A riprova di ciò si pensi alla facoltà, espressamente prevista dall'art. 2436, co. 6, c.c., di emettere strumenti partecipativi a fronte di prestazioni d'opera o servizi: in tale caso, il possessore può semplicemente acquistare la qualità di creditore a seguito della somministrazione di determinati servizi o dell'esecuzione di opere a favore della società.

Da quanto osservato discende che il possessore di tali titoli non assume necessariamente il ruolo di associato in partecipazione¹³⁶, derivando la sua posizione dalla particolare regolamentazione data dall'autonomia privata al rapporto sottostante l'emissione dei titoli partecipativi; si tratta certamente di un "finanziatore", ma inteso nel senso lato del termine, posto che non si ha necessariamente un contratto di mutuo, mancando l'essenzialità della consegna di cose fungibili e la necessità della previsione del rimborso.

Ciò che unisce la "classe" degli strumenti partecipativi è, quindi, come già osservato, la circostanza per cui essi presuppongono l'esistenza di una *causa societatis*. Ciò varrebbe anche per le obbligazioni e per i titoli non partecipativi di cui all'art. 2411; tuttavia, per quanto concerne i titoli

¹³⁵ L'associazione in partecipazione è largamente utilizzata per la provvista dei mezzi economici occorrenti per operazioni immobiliari e finanziarie di vario genere. L'associato ha diritto agli utili periodici derivanti dalla gestione dell'affare ed alla quota di ripartizione risultante dalla liquidazione finale dell'operazione, ma non acquisisce lo *status* di socio, perché le somme erogate non sono destinate all'aumento del capitale della società finanziata. A vantaggio dell'associato sussiste il vincolo di destinazione del finanziamento: sul punto si veda A. PAVONE LA ROSA, *Titoli "atipici" e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzate della grande impresa*, in G. B. PORTALE (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, p. 458.

¹³⁶ F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 33.

partecipativi, la *causa societatis* acquista una diversa rilevanza, in quanto la presenza degli strumenti finanziari partecipativi incide, quanto meno indirettamente, sul contratto sociale e sulla situazione soggettiva dei soci, trattandosi di titoli che attribuiscono diritti patrimoniali e amministrativi in concorrenza con i correlativi diritti degli azionisti.

Gli strumenti finanziari partecipativi possono essere emessi a fronte di un'operazione di vero e proprio finanziamento, nell'ambito della quale sia previsto un obbligo di rimborso. In tale caso, perché possa trattarsi di strumenti partecipativi, e non di vere e proprie obbligazioni, o più precisamente degli strumenti previsti dal terzo comma dell'art. 2411 c.c., è necessario che al possessore del titolo siano attribuiti diritti sia patrimoniali che amministrativi, sinora destinati ai soli azionisti.

Come già ricordato, il "finanziamento" potrebbe costituire un apporto a fronte di un'associazione in partecipazione ai sensi dell'art. 2549 c.c., in cui all'associato sono attribuiti il diritto alla partecipazione agli utili della società, dell'intera impresa sociale, o di un determinato settore o singolo affare, senza necessità di costituire un patrimonio destinato, o anche diritti amministrativi, quali i diritti di controllo indicati dall'art. 2436, co. 6, c.c., oltre all'obbligo per la società di restituzione a certa data, sempre che non vi siano perdite.

Il rapporto sottostante potrebbe inoltre configurarsi come una cointeressenza agli utili senza partecipazione alle perdite, *ex art. 2554 c.c.*

Procedendo in un graduale allontanamento rispetto alla *causa mutui*, la sottoscrizione del titolo partecipativo può comportare l'esclusione del rimborso dell'apporto, che entra, pertanto, a fare parte del patrimonio della società.

La mancata qualifica come conferimento dell'apporto e la sua destinazione a patrimonio, e non a capitale, può avere come contropartita una significativa remunerazione dell'investimento, mediante diritti sugli utili, e il diritto di voto su argomenti specificamente indicati.

In tale caso, sul versante dei diritti amministrativi e patrimoniali, la posizione del terzo possessore di titoli partecipativi "di quasi capitale" può avvicinarsi a quella del possessore di azioni di risparmio.

A fronte della varietà di situazioni che si possono presentare, la dottrina con riferimento alla sola classe dei titoli partecipativi ed esclusi gli altri strumenti finanziari introdotti dalla riforma, ha rinunciato ad individuare una causa tipica del rapporto, facendo invece uso del concetto di neutralità causale, per cui il concreto rapporto sottostante la sottoscrizione dei titoli partecipativi è sorretto da una causa o da qualsiasi combinazione di cause tipiche o atipiche che non è necessariamente comune all'intera classe dei titoli partecipativi.

2.4. La competenza all'emissione

Per quanto attiene alla competenza a deliberare l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, se da un lato non sorgono dubbi sulla necessità di una espressa previsione nello statuto della società per l'emissione di tali strumenti - previsione che può essere contenuta nello statuto dall'origine o in seguito ad una modifica apportata con delibera dell'assemblea straordinaria, anche contestualmente all'emissione -¹³⁷, dall'altro nulla è previsto dalla legge in merito alla competenza all'emissione, fatta eccezione per gli strumenti finanziari partecipativi da assegnare ai dipendenti della società di cui all'art. 2349, co. 2, c.c., per i quali è stabilito che vengano emessi sulla base di una delibera dell'assemblea straordinaria, e per gli strumenti finanziari partecipativi emessi nell'ambito di patrimoni destinati a singoli affari ove la competenza, salvo diversa previsione statutaria, è esplicitamente rimessa dall'art. 2447-ter c.c. all'organo amministrativo a maggioranza assoluta dei suoi componenti.

La ragione della competenza dell'assemblea straordinaria a disciplinare almeno in prima istanza l'emissione di strumenti finanziari risiede nella capacità di tali strumenti, dotati di diritti patrimoniali o amministrativi, di assumere rilevanza ed incidere sul piano contratto sociale, sull'organizzazione della società e sui diritti dei soci.

¹³⁷ Art. 2346, co. 6, c.c., ultima parte.

Non è chiaro, invero, se si renda necessaria una deliberazione dell'assemblea straordinaria per ogni emissione o se lo statuto possa limitarsi a disciplinare le modalità e le condizioni di emissione in generale, affidando all'organo gestorio ogni decisione relativa al se, quando e in che misura emettere gli strumenti finanziari¹³⁸.

Una soluzione opportuna parrebbe essere di circoscrivere in via statutaria l'emissione "delegata" all'organo amministrativo entro una misura massima ed un limite temporale predeterminati¹³⁹.

Secondo altra impostazione, agli amministratori resta la facoltà di emettere e modellare in via autonoma solo strumenti finanziari che non attribuiscono diritti amministrativi e che sono rappresentativi di un'operazione di finanziamento, sia pure partecipante in misura più o meno ampia al rischio d'impresa, nonché la facoltà di emettere strumenti di partecipazione all'affare nell'ambito della creazione di un patrimonio destinato, purchè privi di posizioni corporative.

La riserva statutaria troverebbe, invece, il proprio fondamento, quando si tratti di strumenti dotati di diritti amministrativi, nella concorrenza che si determina con i corrispondenti poteri degli azionisti e nella ricaduta che la loro emissione ha sull'assetto di governo dell'ente¹⁴⁰.

¹³⁸ Tale ultima interpretazione appare preferibile. Si vedano, G. FERRI JR., *Fattispecie societaria*, cit., p. 828, M. S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, n. 2, p. 215.

¹³⁹ A. LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005, p. 197.

¹⁴⁰ M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 530, V. ALLEGRI, *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2004, n. 2, p. 250, e M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 28. Secondo l'Autore la riserva di competenza per l'emissione di strumenti finanziari che attribuiscono solo diritti patrimoniali diversi da quello al rimborso, ancorché condizionato, del capitale, risponderebbe alla diversa *ratio* di carattere sistematico di omogeneizzare le disciplina applicabili ai diversi strumenti in ragione della maggiore contiguità di tali ibridi, sotto il profilo patrimoniale, con il modello azionario. In senso simile, M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, cit., p. 555, secondo il quale la competenza dell'organo gestorio può arrivare fino all'emissione di strumenti che non attribuiscono diritti "partecipativi", siano essi patrimoniali o amministrativi, che vanno al di là della partecipazione ai risultati economici del patrimonio destinato, superando così l'apparente contrasto tra l'art. 2346, co. 6, c.c. e l'art. 2447-ter c.c.

Con riferimento alle previsioni che devono essere contenute nello statuto, la formulazione utilizzata dal legislatore appare estremamente generica, là dove si dice che “lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazione e, se ammessa, la legge di circolazione”.

Ne discende che lo statuto debba contenere indicazione degli aspetti qualitativi essenziali per ciascun tipo di strumenti finanziario, sebbene nulla sia detto nel concreto sui dati che devono essere al meno indicati¹⁴¹.

L'elemento che contraddistingue le diverse emissioni di strumenti finanziari sarà comunque la definizione dei diritti, di natura patrimoniale e amministrativa, loro attribuiti.

Nel caso in cui lo statuto non contenga indicazioni ulteriori se non la generica previsione della possibilità di emettere strumenti finanziari, eventuali nuove emissioni non richiederanno una modifica statutaria, e sarà pertanto sufficiente la delibera dell'organo amministrativo¹⁴².

Là dove mancassero specifiche disposizioni statutarie sull'organo competente, appare infatti ragionevole ritenere che spetterà al consiglio di amministrazione deliberare la concreta emissione della tipologia di strumenti finanziari ritenuta maggiormente idonea, tenuto conto delle esigenze della società e delle condizioni di mercato, e fissare di conseguenza gli aspetti quantitativi dell'emissione, la tipologia e il *quantum* dell'apporto, nonché i diritti attribuiti ai sottoscrittori di tali strumenti¹⁴³.

Spetterà parimenti all'organo amministrativo - posto che la legge nulla stabilisce in proposito, fatta eccezione per l'art. 2376 c.c. - definire, in coerenza

¹⁴¹ Ad esempio il numero di strumenti finanziari effettivamente emessi dalla società. Sono state avanzate in proposito alcune ipotesi circa la formulazione che lo statuto può adottare, ad esempio prevedendo che lo strumento finanziario “A”, collegato alla prestazione di determinati servizi, consente di partecipare agli utili dopo le azioni ordinarie, è sottoscrivibile solo dai soci, circola al portatore e non attribuisce il diritto di voto nell'assemblea generale. Oppure lo statuto potrà prevedere che lo strumento finanziario “B”, collegato solo all'apporto di denaro o di altri strumenti finanziari, non attribuisce né il diritto agli utili, né quello di opzione, ma vota per la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione, è sottoscrivibile solo da terzi e paga un interesse trimestrale.

¹⁴² C. RUGGIERO, *Gli strumenti finanziari*, in *I contratti*, 2005, n. 5, p. 502.

¹⁴³ ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, cit., p. 102.

con gli obiettivi perseguiti dalla società con l'emissione dei titoli, le forme di tutela, specie in relazione ai danni indiretti, accordate a tali strumenti, anche quali elementi in grado di incentivare la sottoscrizione degli stessi.

La competenza dell'organo amministrativo all'emissione si deduce, inoltre, da un lato, alla luce dell'attribuzione agli amministratori del potere di emettere tutti gli altri strumenti non azionari - obbligazioni e strumenti partecipativi ai patrimoni destinati – e, dall'altro, dall'articolazione di competenze tra assemblea e organo gestorio mediante positiva e analitica individuazione delle attribuzioni dell'assemblea sia in sede ordinaria sia in sede straordinaria, a fronte del riconoscimento generale all'organo amministrativo che attengono alla gestione dell'impresa, tale per cui ciò che non sia espressamente incluso nella sfera di competenza dell'assemblea spetta all'organo amministrativo¹⁴⁴.

Resta salva la possibilità, sebbene di dubbia convenienza, che lo statuto preveda di volta in volta che sia l'assemblea dei soci l'organo competente all'emissione di strumenti finanziari¹⁴⁵.

Inoltre, per quanto riguarda la facoltà dell'organo amministrativo di delegare tale attribuzione, si rileva in primo luogo che manca una previsione espressa di esclusione nell'art. 2381, co. 4, c.c.

In secondo luogo, le fattispecie ivi contenute hanno in comune l'attinenza alle modificazioni della struttura finanziaria della società imputata a capitale, ovverosia, aumenti e riduzioni di capitale sociale e emissione di obbligazioni convertibili.

Si ritiene pertanto che l'emissione di strumenti finanziari partecipativi possa essere delegata, nel rispetto del regolamento statutario, in ragione della

¹⁴⁴ M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa, cit.*, p. 363. La competenza all'emissione di strumenti finanziari non è infatti tra quelle elencate dagli artt. 2364 e 2364-bis, c.c.; inoltre, l'art. 2380-bis, co. 1, c.c. attribuisce esclusivamente agli amministratori la competenza generale alla gestione dell'impresa e al perseguimento dell'oggetto sociale, e non si può dubitare che l'emissione di strumento finanziari sia funzionale al conseguimento dell'oggetto sociale e spesso anche alla gestione dell'impresa. Da ultimo l'art. 2410 c.c. espressamente alla delibera degli amministratori l'emissione di altro tipo nominato di strumenti finanziari, ovverosia le obbligazioni.

¹⁴⁵ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni, cit.*, p. 1276.

non imputazione a capitale, a differenza dello strumento azionario, degli strumenti di cui all'art. 2346, co. 6, c.c.¹⁴⁶.

2.5. Restituibilità e contabilizzazione dell'apporto.

L'aspetto che con certezza segna una linea di confine tra strumenti azionari, strumenti obbligazionari e strumenti finanziari partecipativi attiene all'apporto cui i sottoscrittori di tali strumenti sono tenuti.

Volendo svolgere alcune considerazioni in merito alle funzioni che gli strumenti finanziari possono assolvere, non vi è dubbio che questi siano stati pensati in primo luogo per risolvere il problema dei c.d. conferimenti atipici. Più in particolare, considerato che gli strumenti in esame possono essere emessi dalla società a seguito dell'apporto anche di opera o servizi e dunque anche di apporti non imputabili a capitale sociale, la disposizione è volta a consentire l'acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'impresa sociale.

Infatti, l'apporto dei soci o di terzi sottoscrittori strumenti finanziari partecipativi può avere ad oggetto i beni conferibili ai sensi dell'art. 2342 c.c. (quali il denaro, i beni e i crediti), altre prestazioni non conferibili, tra le quali vengono espressamente previsti le opere o i servizi, nonché altre tipologie di non espressamente contemplate, quali gli obblighi di non fare, le cessioni di beni immateriali, il *know how* e il consenso all'uso del nome¹⁴⁷.

Il termine "apporto" contenuto nell'art. 2346, co. 6, c.c., vale ad indicare, in via generica e senza individuazione di una causa giustificativa, una prestazione di natura variabile, in cambio della quale la società emette strumenti finanziari¹⁴⁸.

¹⁴⁶ ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società, cit.*, p. 102.

¹⁴⁷ M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari, cit.*, p. 546.

¹⁴⁸ La dottrina definisce l'"apporto" come la prestazione sinallagmatica dovuta alla società in cambio dell'emissione dello strumento finanziario: M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, p. 51. A proposito delle prestazioni suscettibili di essere oggetto di apporto la relazione al d.lgs. n. 6 del 2003, §3, precisa che "sempre perseguendo l'obiettivo

Come puntualizza la relazione governativa, l'obiettivo di ampliare la panoplia di strumenti di finanziamento dell'impresa sociale è stato perseguito con una soluzione "necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi", ovvero vieta la loro imputazione a capitale.

Con la conseguenza possono essere emessi strumenti finanziari a seguito di un apporto d'opere o di servizi, oppure di altre entità suscettibili di conferimento. In tale ultimo caso la mancata imputazione a capitale costituisce il risultato di un preciso accordo tra le parti, volto a dare all'investimento un regolamento diverso dal conferimento e dal rapporto insito nel titolo azionario¹⁴⁹.

E' opportuno rilevare, peraltro, che l'attuale formulazione dell' art. 2346, co. 6, c.c. consente l'emissione di strumenti finanziari partecipativi anche a seguito dell'apporto di denaro.

In tale ultimo caso, come evidente, gli strumenti finanziari avranno esclusivamente la funzione di allargare i canali di finanziamento dell'impresa azionaria. In sostanza, la società potrebbe ottenere denaro emettendo né azioni, né obbligazioni, ma strumenti partecipativi, ossia strumenti che, pur non rappresentando una frazione del capitale sociale, possono essere dotati di alcuni diritti patrimoniali ed amministrativi.

Il ricorso al termine "apporto" non costituisce affatto una novità nel nostro ordinamento, implicando comunque una contrapposizione rispetto al vero e proprio "conferimento" destinato a confluire nel capitale sociale:

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 tale caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi".

¹⁴⁹ Relazione al d.lgs. n. 6 del 2003, § 3: "In tale modo si è cercato un punto di equilibrio tra il divieto posto dall'ordinamento comunitario e l'esigenza di consentire pure l'acquisizione alla società di valori a volte di notevole rilievo; senza però pervenire alla soluzione, che in altri ordinamenti è stata fonte di insuperabili difficoltà applicative e sistematiche, di ammettere l'emissione di "azioni di industria". La soluzione adottata è in effetti equivalente a quest'ultima, ma ne supera gli specifici problemi tecnici ed appare perciò di più agevole applicabilità.

l'apporto, infatti, sia esso costituito da denaro oppure da altri beni, va ad incrementare il patrimonio della società, senza modificare l'ammontare del capitale sociale.

Come accade in materia di prestiti dei soci alla società, anche per gli strumenti finanziari partecipativi è compito dell'autonomia privata dettare il concreto contenuto dei rapporti sottostanti l'atto di finanziamento o l'emissione dei titoli, con le relative conseguenze anche in ordine agli aspetti che le intese tra i privati possono avere lasciato sullo sfondo, ma che sono comunque da queste condizionati¹⁵⁰.

La diversa possibile natura dell'apporto e della causa sottostante l'operazione, esito dell'ampiezza riconosciuta all'autonomia privata in materia, comporta certamente conseguenze eterogenee in ordine al concreto regime applicabile, specie per ciò che concerne l'appostazione dell'apporto.

Lo statuto sociale può prevedere che tale apporto debba essere restituito in sede di liquidazione della società o, viceversa, dal momento che il terzo non trasferisce entità imputate a capitale, che a questo non spetti alcun diritto di restituzione e che pertanto l'apporto si consideri a fondo perduto.

Nell'ipotesi in cui sia prevista la restituzione dell'apporto a data certa, sussista o meno il vincolo di subordinazione, gli strumenti finanziari risultano molto prossimi alle obbligazioni e, pertanto, l'apporto dovrebbe essere appostato come debito rappresentato da titoli di credito. In tale caso la differenza rispetto alle obbligazioni passa attraverso l'assegnazione ai titoli partecipativi di diritti amministrativi, di norma non attribuibili alle obbligazioni: si tratta, in sostanza, di un'operazione di finanziamento cui consegue l'attribuzione di diritti sia patrimoniali che amministrativi, sinora

¹⁵⁰ La causa dell'apporto può consistere, ma l'elenco non è certamente tassativo, in un'operazione di finanziamento con obbligo di restituzione a data certa a fronte della quale sono emessi strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, con l'effetto, ad esempio, di dotare gli investitori di poteri di "controllo" sconosciuti agli obbligazionisti. L'operazione può rivelarsi come un apporto di associazione in partecipazione, a fronte del quale sono emessi strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi con obbligo di restituzione alla scadenza, salva la decurtazione per le perdite e con partecipazione agli utili della società. Può ravvisarsi una cointeressenza ex art. 2554 c.c., oppure una prestazione d'opere, o servizi; l'operazione può, inoltre, consistere nella consegna di un bene conferibile senza obbligo di restituzione o, ancora, in altri apporti o combinazioni di apporti.

riservati alle sole azioni. L'iscrizione dell'apporto in una voce di debito del bilancio della società destinataria si ha anche nell'ipotesi in cui si tratti di apporto di associazione in partecipazione.

In altre circostanze, la tipologia dell'apporto o la causa potrebbero non dare luogo ad alcuna appostazione, né nel passivo dello stato patrimoniale, né tra i debiti, né nel patrimonio netto, perché non esiste alcun obbligo restitutorio da appostare tra i debiti della società. Questa sembra peraltro essere l'impostazione del legislatore nel caso di prestazione di opere o servizi a favore della società.

Nell'ulteriore caso in cui l'apporto sia irredimibile (se non in sede di liquidazione) o non restituibile neppure in sede di liquidazione, esso potrà, a condizione che si tratti di apporti conferibili ai sensi dell'art. 2342 c.c., essere imputato ad una voce del patrimonio netto, dando luogo ad una pretesa di quasi capitale, nel contesto di una riserva statutaria di cui sia disciplinato il regime di indisponibilità¹⁵¹.

Pertanto, se nel caso di apporti in denaro, lo statuto potrà prevedere il diritto alla restituzione dell'apporto, condizionato o meno, all'atto di scioglimento della società o, viceversa, che gli apporti siano acquisiti a fondo perduto, nel caso di apporti di opere o servizi, è stata rilevata l'incapacità di detto genere di apporti di dare luogo al trasferimento di beni capitali alla società¹⁵².

Tuttavia, in tale ultimo caso, si potrebbe comunque ammettere che l'autonomia statutaria preveda una sorta di "patrimonializzazione" dell'apporto, previa valutazione dello stesso, ad esempio in termini di risultati conseguiti a seguito dell'apporto. Nel caso in cui fosse altresì riconosciuto al titolare una partecipazione a tali utili, la società sarebbe tenuta a restituirne il valore in sede di liquidazione.

Con riguardo al momento in cui l'apporto deve essere eseguito, la natura obbligatoria di questo consente di ritenere che i sottoscrittori potranno

¹⁵¹ M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, cit., p. 547.

¹⁵² C. RUGGIERO, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 504.

assumere il relativo obbligo anche in una fase precedente all'atto della sottoscrizione dello strumento finanziario¹⁵³.

2.6. Il diritto di voto: modalità di esercizio

Uno degli aspetti più controversi, e al tempo stesso più rilevanti ai fini della *corporate governance*, della disciplina dettata dal legislatore per gli strumenti finanziari riguarda il riconoscimento di “diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti”. Preliminarmente bisogna chiarire che cosa si sia voluto intendere con l'espressione “assemblea generale” - definizione nuova nel nostro diritto societario - in coordinamento con le altre norme in materia di strumenti finanziari: in particolare, con l'art. 2351 c. c., che riconosce la possibilità che i portatori di tali strumenti votino su “argomenti specificamente indicati” e con l'art. 2376 c. c. che prevede che i titolari di strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi possano riunirsi, al pari degli azionisti di categoria, in assemblee speciali¹⁵⁴.

Due le interpretazioni possibili: da un lato, “assemblea generale” intesa nel senso di assemblea riunita in sede ordinaria e in sede straordinaria, dall'altro, “assemblea generale” intesa come insieme di materie ed argomenti sui quali è competenza dell'assemblea degli azionisti deliberare.

La prima interpretazione porta la dottrina prevalente a ritenere che il diritto di voto non potrà essere attribuito in concorso con gli azionisti¹⁵⁵ - confermando l'alterità tra lo *status socii* e la posizione giuridica del portatore di

¹⁵³ C. RUGGIERO, *Gli strumenti finanziari, cit.*, p. 502, secondo il quale il meccanismo ricalca quello del contratto preliminare, contratto mediante il quale le parti si obbligano a stipulare in un momento successivo il negozio giuridico, vincolandosi al reciproco rispetto di quanto fissato in sede preliminare. Il mancato rispetto degli obblighi assunti comporterà pertanto l'esecuzione in forma specifica a norma dell'art. 2932 c.c.

¹⁵⁴ Subordinando le deliberazioni dell'assemblea che pregiudicano i diritti di tali strumenti o categorie azionarie alle deliberazioni delle assemblee speciali.

¹⁵⁵ D. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 58; V. SANTORO, *Commento sub art. 2351*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, vol. 2/I, p. 131; B. LIBONATI, *L'impresa e le società*, Milano, 2004, p. 179; F. CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 417; G. FERRI JR., *Fattispecie societaria, cit.*, p. 826; M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari, cit.*, p. 551, seppur rilevando alcuni indizi in senso contrario.

strumenti finanziari¹⁵⁶ - ma dovrà necessariamente essere esercitato in sede extra-assembleare.

In questo caso la deliberazione dei portatori di strumenti finanziari sarà un atto separato da quello dell'assemblea dei soci; il voto potrà allora essere espresso in sede di assemblea speciale (*ex art. 2376 c. c.*) - sebbene sia stato sollevato il rilievo che la competenza dell'assemblea speciale non possa essere dilatata fino a comprendere argomenti estranei a quelli riguardanti il pregiudizio dei diritti di categoria¹⁵⁷ -, o potrà concretizzarsi in una manifestazione collettiva di volontà espressa nell'ambito di un'assemblea settoriale, ancorché diversa da quelle previste per le categorie di azioni¹⁵⁸.

A diversa conclusione perviene chi interpreta la nozione di "assemblea generale" non come organo, ma come l'insieme di competenze attribuite alla stessa, per cui ai portatori di strumenti finanziari il diritto di voto sarà riconosciuto esclusivamente su argomenti specificamente indicati e non, invece, sulla generalità delle materie attribuite tipicamente al socio¹⁵⁹.

A sostegno della legittimazione dei portatori di strumenti finanziari a votare nell'assemblea dei soci vi è l'esigenza di mantenere un certo equilibrio nell'economia complessiva dell'organizzazione sociale¹⁶⁰; all'esercizio del voto in sede extra-assembleare si oppongono ragioni di efficienza

¹⁵⁶ G. OPPO, *Patto sociale*, cit., p. 63. Il portatore di strumenti finanziari si conferma per questa via "esterno" rispetto alla società, per cui il voto in assemblea, strumento tipico di controllo sulla conduzione degli affari sociali - sarà prerogativa esclusiva, ancorché non necessaria, del socio C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., p. 57.

¹⁵⁷ F. DIMUNDO, *Commento sub art. 2346 c. c.*, cit., p. 13; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub art. 2351*, in G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Napoli, 2004, p. 312.

¹⁵⁸ Cfr. A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub art. 2351*, cit., p. 313.

¹⁵⁹ G. OPPO, *Patto sociale*, cit., p. 63. Nello stesso senso si veda anche G. MIGNONE, *Commento sub art. 2351*, 5° comma, in G. COTTINO (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, p. 337, il quale suggerisce di leggere l'art. 2346, co., 6, c. c., come "escluso il voto pieno nell'assemblea generale degli azionisti". E. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, in S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, p. 124, secondo la quale il disposto dell'art. 2526, co., 2, c. c. prevede, in tema di società cooperative, che non possa essere riservato ai portatori di strumenti finanziari più di un terzo dei voti, consente l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea generale, ragion per cui non si comprenderebbe la *ratio* giustificatrice della diversa disciplina dettata per un medesimo istituto.

¹⁶⁰ L'art. 2376 c. c. è norma di carattere eccezionale, introducendo una modifica derogatoria rispetto all'ordinario procedimento di formazione della volontà sociale. In questo senso E. CARATTOZZOLO, *Art. 2376 c. c.*, in LO CASCIO (a cura di), *Società per azioni*, Milano, 2003, p. 363.

procedimentale - l'assemblea generale dovrebbe deliberare ed attendere ogni volta l'esito della decisione di quella settoriale - e il principio della formazione della volontà assembleare, venendo ad esistenza problemi di contestualità, di informazione, e di reciproca influenza fra i portatori di diverse opinioni¹⁶¹. Il disposto dell'art. 2351 c. c. consentirebbe all'autonomia statutaria di derogare all'art. 2346, co., 6, c. c., norma a carattere dispositivo, potendo liberamente determinare le modalità e il luogo di esercizio del diritto di voto da parte dei portatori di strumenti finanziari¹⁶²; qualora, invece, venissero in gioco i diritti della categoria, verrebbe a sovrapporsi la previsione di cui all'art. 2376 c. c. che impone il metodo delle due assemblee¹⁶³. Inoltre, mentre l'attribuzione del diritto di voto in sede extra-assembleare, implica il riconoscimento di un diritto di veto sugli argomenti specificamente indicati¹⁶⁴, e il condizionamento dell'efficacia della delibera assembleare, meccanismi alternativi di espressione del voto potrebbero consentire, a seconda di come congegnati, un concorso con i soci nell'approvazione della delibera e, conseguentemente, un potere di intervento e ingerenza nella gestione sociale meno incisivo. In ogni caso diverso dal riconoscimento di un diritto di voto extra-assembleare lo statuto dovrà individuare preventivamente non solo le materie di competenza, ma anche una regola di proporzione con il voto degli azionisti¹⁶⁵ (in mancanza della quale l'attribuzione del diritto di voto potrebbe non avere grande

¹⁶¹ G. MIGNONE, *Commento sub art. 2351, 5° comma, cit.*, p. 336. I portatori di strumenti finanziari avrebbero diritto a partecipare all'assemblea alla cui competenza appartiene l'argomento sul quale devono pronunciarsi, anche se soltanto per la relativa discussione e decisione.

¹⁶² F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in F. GALGANO (diretto da), *Tratt. dir. comm. dir. pubbl. econ.*, XXIX, Padova, 2003, p. 135. Ad esempio prevedendo di raccogliere i consensi con metodo referendario.

¹⁶³ Tacendo la legge in merito alla nomina del rappresentante comune dei portatori di strumenti finanziari, la convocazione dell'assemblea speciale spetterà all'organo gestorio, che avrà sul punto un preciso interesse, oltre che dovere, rischiando altrimenti che le delibere dell'assemblea generale restino inefficaci. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni, cit.*, p. 1278.

¹⁶⁴ L. ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari, cit.*, p. 110.

¹⁶⁵ Ad esempio si ritiene che gli strumenti finanziari, ove votino nell'assemblea generale oppure ove vi siano forme di raccordo tra i deliberati delle due assemblee, possano essere dotati di un diritto di voto frazionato, ad esempio, un terzo del diritto di voto pieno spettante alle azioni ordinarie per ogni strumento finanziario posseduto. Cfr. L. ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari, cit.*, p. 111.

efficacia¹⁶⁶) anche, e in particolar modo, nel caso di emissione di strumenti finanziari individuali¹⁶⁷.

Per quanto attiene all'individuazione delle materie sulle quali può essere attribuito il diritto di voto, agli statuti sociali è riconosciuta la massima libertà: agli strumenti finanziari potrà essere attribuito il diritto di voto su alcune delle materie di interesse comune¹⁶⁸, e inerenti allo svolgimento dell'attività in ordine alle quali è chiamata a deliberare l'assemblea dei soci riunita in sede ordinaria¹⁶⁹. Diversamente, il diritto di voto potrebbe essere riconosciuto in caso di deliberazioni di carattere straordinario - operazioni di fusione o scissione- e come strumento di difesa contro le acquisizioni ostili¹⁷⁰.

Come si dirà nel prosieguo, oltre al diritto di voto su argomenti specificamente indicati e alla “nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco”, agli strumenti finanziari potranno essere riconosciuti altri diritti amministrativi; tra questi, il diritto di ispezionare i libri sociali, di richiedere all'organo amministrativo relazioni in materia di gestione, di intervenire nelle assemblee¹⁷¹ e di essere consultati in sede di redazione del bilancio¹⁷². In particolare, l'attribuzione, mediante previsione statutaria, ai possessori di

¹⁶⁶ G. OPPO, *Patto sociale*, cit., p. 63.

¹⁶⁷ In proposito si ritiene che in mancanza di un'esplicita previsione statutaria sulle modalità di raccolta del voto, questo debba essere espresso singolarmente da tutti i portatori di titoli, sia pure con modalità extrassembleari, cfr. M. SARALE, *Azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari*, intervento alla giornata di studi *Riforma del diritto societario: riflessi sulle società partecipate da enti pubblici*, Torino, 20-21 ottobre 2003, su www.finpiemonte.it.

¹⁶⁸ G. OPPO, *Patto sociale*, cit., p. 63. Per una rassegna degli argomenti sui quali può essere riconosciuto un diritto di voto/veto, cfr. B. SZEGO, *Finanziare l'innovazione*, cit., p. 9, n. 25.

¹⁶⁹ Dalle quali si distinguono le materie di competenza dell'assemblea straordinaria, inerenti il finanziamento dell'attività sociale, e prerogativa esclusiva dei soci. Cfr. G. FERRI JR., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, cit., p. 128.

¹⁷⁰ L. ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari*, cit., p. 110.

¹⁷¹ Nonostante la formulazione dell'art. 2370 c. c., co., 1, laddove stabilisce che “possono intervenire in assemblea gli azionisti cui spetta il diritto di voto”. Risolvono positivamente sulla possibilità che lo statuto attribuisca il diritto di intervento in assemblea anche a coloro che fossero privi del diritto di voto, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub art. 2346*, in G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Napoli, 2004, p. 265; F. MAGLIULO, *La disciplina statutaria delle diverse categorie di azioni, obbligazioni e dei nuovi strumenti finanziari*, dattiloscritto, p. 36.

¹⁷² ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, cit., p. 100 e F. DIMUNDO, *Commento sub art. 2346 c. c.*, cit., p. 12.

strumenti finanziari dei diritti di informazione propri dei soci risulta coerente e funzionale al riconoscimento di una partecipazione agli utili¹⁷³.

2.7. Gli altri diritti amministrativi

La previsione contenuta nell'art. 2351, co. 5, c.c. in relazione ai diritti dei portatori di strumenti ibridi non appare esaurire il novero dei diritti attribuibili a detti soggetti.

In prima istanza, preme rilevare che se dal punto di vista dell'attribuzione di diritti amministrativi c.d. minori non sembrano porsi particolare problemi, lo stesso non può dirsi con riferimento a diritti attribuiti di un'ingerenza forte nella vita societaria, quali ad esempio, la nomina di dirigenti d'azienda, per i quali la previsione dell'art. 2351 c.c. potrebbe fungere da disposizione non solo facoltizzante, ma altresì introduttiva di un vincolo di sistema – ovverosia la coerenza tra l'ingerenza concessa a terzi finanziatori non soci e la sovranità degli azionisti – definendo in maniera tassativa l'intersezione tra attività sociale e terzi investitori, “così da escludere che l'attribuzione di qualsiasi ulteriore posizione non patrimoniale che ecceda, sostanzialmente, il diritto all'informazione nelle sue più diverse forme”¹⁷⁴.

Diversamente da quanto accade per il diritto di voto, ai possessori di strumenti finanziari possono essere attribuiti uno o più diritti tra quelli già spettanti agli azionisti e in concorso con questi, anche giungendo ad una parificazione tra le due tipologie di sottoscrittori, sia di tipo qualitativo, sia di tipo quantitativo¹⁷⁵.

Tale facoltà si desume, in primo luogo, dalla Relazione ministeriale¹⁷⁶ che afferma che “gli strumenti finanziari in questione possono conferire tutti i

¹⁷³ A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub art. 2346, cit.*, p. 265.

¹⁷⁴ M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi, cit.*, p. 59.

¹⁷⁵ M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari, cit.*, p. 553. L'Autore opportunamente si interroga peraltro, posta la contiguità tra la nuova figura di strumenti finanziari di cui all'art. 2346, co. 6, c.c., sulle ragioni dell'apparente impossibilità di attribuire analoghi diritti anche agli obbligazionisti.

¹⁷⁶ Relazione al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 118.

diritti partecipativi escluso quello del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

In secondo luogo, la conferma è data dalla formulazione estremamente ampia della legge; in particolare, l'art. 2351, co. 5, c.c. attribuisce espressamente al titolare di strumenti finanziari diritti che all'azionista ordinario non spettano: ed il riferimento è al potere di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

In sostanza, la suddetta disposizione rompe il parallelismo con la figura dell'azionista ordinario ed apre nuovi scenari all'autonomia statutaria.

Si tratta, come evidente, di una profonda differenza (a vantaggio dello strumento di diritto italiano) rispetto ai *Genußrechte* tedeschi, i quali non possono essere dotati dei principali diritti amministrativi propri dello *status* di socio¹⁷⁷.

Mette conto rilevare che l'attribuzione di diritti amministrativi c.d. minori solleva non di meno la difficile questione attinente alle modalità di calcolo delle soglie spesso poste alla base di tale riconoscimento, in considerazione del fatto che ai portatori di strumenti finanziari non è riconoscibile lo *status* di socio né, conseguentemente, la partecipazione a determinate soglie di capitale.

I diritti dell'azionista - e più specificamente dell'azionista ordinario - possono essere in astratto un parametro di riferimento volto a facilitare l'individuazione dei diritti amministrativi che possono essere attribuiti ai portatori di strumenti finanziari, ma non devono rappresentare in alcun modo un parametro vincolante.

Come detto, gli strumenti partecipativi possono essere dotati - nei limiti previsti dal legislatore o comunque ricavabili dal sistema - anche di diritti amministrativi diversi da quelli propri dell'azionista; il riferimento testuale di

¹⁷⁷ *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nelle società per azioni*, Commissione studi d'impresa, disponibile su www.notariato.it, p. 5.

cui all'art. 2346, co. 6, c.c. esprime, infatti, non il rinvio ad una classe predeterminata di posizioni giuridiche, ma il generico riferimento a posizioni non patrimoniali¹⁷⁸.

Potrebbe allora ipotizzarsi che lo statuto sociale riconosca il diritto dell'assemblea speciale di esprimere, mediante previsione di una specifica delibera, pareri non vincolanti in sede di svolgimento dei lavori dell'assemblea, oppure del rappresentante comune di partecipare con voto consultivo a talune riunioni consiliari¹⁷⁹.

A tale conclusione si giunge considerando che con la riforma del diritto societario e l'introduzione di una molteplicità di categorie speciali di azioni la figura dell'azionista esce profondamente frammentata; come già rilevato, viene meno l'utilità della distinzione tra "azionista-socio" ed "obbligazionista-creditore" e l'emergere la categoria dell'"investitore-finanziatore".

I diritti di ingerenza debole attribuibili non contendono agli azionisti il controllo dell'attività sociale e pertanto lo statuto potrà legittimamente dotare lo strumento finanziario partecipativo dei diritti amministrativi c. d. minori e in particolare, di:

a) diritti di controllo, "quali quelli di impugnazione delle delibere assembleari o di denuncia di gravi irregolarità, ex art. 2409 c.c., dovendosi tuttavia fissare in statuto la percentuale richiesta per l'esercizio di tale diritto, rispetto al valore complessivo dell'emissione (o di varie emissioni) degli strumenti finanziari partecipativi"¹⁸⁰;

b) diritti di informazione, parificabili a quello attualmente riconosciuto al socio di s.p.a.¹⁸¹;

¹⁷⁸ In questo senso si vedano G. OPPO, *Patto sociale*, cit., p. 63 e PISANI MASSAMORMILE, *Azioni*, cit., p. 1277.

¹⁷⁹ Secondo altra impostazione, i diritti amministrativi cui fa riferimento l'art. 2346, co. 6, c.c. sono esclusivamente quelli che competono ai soci, individualmente, per partecipazioni di misura predeterminata o in assemblea, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub art. 2346*, cit., p. 265.

¹⁸⁰ P. GROSSO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, p. 131. A tale proposito appare opportuno richiamare la formulazione letterale dell'art. 2377 c.c. a mente del quale appare necessaria la correlazione tra titolarità del voto nella delibera e diritto di impugnativa.

¹⁸¹ ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, cit., p. 131.

c) diritti di intervento in assemblea a scopo meramente informativo.

Come già anticipato, lo statuto potrebbe inoltre attribuire al titolare di strumenti finanziari diritti amministrativi che non spettano all'azionista: si pensi, ad esempio, al diritto di intervento in consiglio di amministrazione (ed in comitato esecutivo) a scopo meramente informativo, ovvero al diritto di richiedere relazioni all'organo amministrativo in materia di gestione o di essere consultati in sede di redazione del bilancio¹⁸².

Un'altra questione attiene alla possibilità che ai portatori di strumenti finanziari siano attribuiti diritti amministrativi c.d. minori in mancanza di espresso diritto di voto¹⁸³.

In particolare, il diritto di intervento di assemblea appare essere attribuibile per via statutaria ai portatori di strumenti finanziari senza limiti poiché la legge non pone restrizioni.

Parte della dottrina ritiene tuttavia che non possa essere riconosciuto il diritto di intervento in assemblea in primo luogo in ragione della mancanza di utilità di riconoscere il diritto di intervento senza che questo si concretizzi nel diritto di voto e, in secondo luogo, in considerazione di quanto disposto dall'art. 2370 c.c. che prevede che "possono intervenire all'assemblea gli azionisti cui spetta il diritto di voto"¹⁸⁴.

Ciononostante, appare comunque dubbio se tale formulazione abbia carattere imperativo o si riferisca piuttosto a disciplinare la normale configurazione del fenomeno e non escluda, pertanto, la possibilità che l'autonomia statutaria regoli in maniera diversa la partecipazione

¹⁸² In questi termini, ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, cit., p. 131.

¹⁸³ Con riferimento alle novità apportate dalla riforma si veda N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, cit., p. 296. In realtà, il tema non è nuovo ma era già stato affrontato in materia di azioni di risparmio, con riferimento alla previsione di cui all'art. 145 t.u.f. che dispone che "della parte di capitale sociale rappresentata da azioni di risparmio non si tiene conto ai fini della costituzione dell'assemblea e della validità delle deliberazioni, né per il calcolo delle aliquote stabilite dagli artt. 2367, 2393, quinto e sesto comma, 2393-bis, 2408 secondo comma e 2409, primo comma del codice civile".

¹⁸⁴ C. RUGGIERO, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 504.

all'assemblea, riconoscendo il diritto di intervento anche a quei soggetti che siano sforniti del diritto di voto¹⁸⁵.

Con riferimento, invece, al diritto di impugnare le delibere assembleari, l'art. 2377 co. 3, c.c. pone due condizioni all'esistenza di tale diritto: in primo luogo, che agli azionisti cui sia riconosciuto spetti il diritto di voto nella deliberazione in questione e, in secondo luogo, che le azioni rappresentino una determinata quota del capitale.

Riguardo a tale ultima condizione, la legge ammette in ogni caso che lo statuto disponga diversamente, e che possa ridurre o escludere questo requisito.

Sul punto non è chiaro se il requisito cui si fa riferimento, e perciò disponibile da parte dell'autonomia statutaria, debba essere inteso unicamente con riferimento al requisito di possesso di una determinata quota del capitale sociale, ovvero, unitariamente, quale l'insieme delle condizioni poste dalla prima parte dell'art. 2377, co. 3, c.c.

Nel primo caso i sottoscrittori di strumenti finanziari sarebbero, comunque, sforniti del diritto di impugnativa per tutte quelle delibere nelle quali non abbiano diritto di voto¹⁸⁶, mentre nel secondo caso, il diritto di impugnativa potrebbe spettare ai possessori di strumenti finanziari anche in relazione a deliberazioni nelle quali non abbiano il diritto di voto.

In entrambe le ipotesi, comunque il diritto di impugnativa non potrà essere riconosciuto ai titolari di strumenti finanziari se non mediante espressa previsione statutaria in tal senso¹⁸⁷.

Posto, infatti, che la previsione del possesso di una aliquota minima di capitale ai fini del riconoscimento del diritto di impugnazione delle delibere è volta a scongiurare fenomeni di disturbo del regolare funzionamento

¹⁸⁵ F. MAGLIULO, *La disciplina statutaria*, cit., p. 35.

¹⁸⁶ In questo senso, C. RUGGIERO, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 504, il quale riconosce il diritto di impugnativa solo in relazione alle delibere svolte in seno all'assemblea speciale. Se, infatti, tale diritto non è riconosciuto agli azionisti che non abbiano il diritto di voto, a maggior ragione sarà negato ai possessori di strumenti finanziari.

¹⁸⁷ F. MAGLIULO, *La disciplina statutaria*, cit., p. 35.

assembleare¹⁸⁸ la spettanza del diritto di voto in una determinata assemblea non determinerà l'automatica spettanza di impugnare la delibera medesima.

Ai sensi dell'art. 2377, co. 4, c.c., sarà riconosciuto ai possessori di strumenti finanziari, nei casi in cui non rappresentino la quota di capitale sociale eventualmente prevista o non abbiano il diritto di voto, il diritto al risarcimento per il danno loro cagionato dalla non conformità della deliberazione alla legge o allo statuto.

Appare pacifico ritenere, e peraltro coerente con il sistema di tutele auspicato per la categoria di strumenti finanziari di cui all'art. 2346, co. 6, c.c., che ai portatori di tali strumenti possa essere riconosciuto il diritto ad impugnare le delibere del consiglio di amministrazione lesive dei loro diritti.

Non osta, infatti, la previsione in forza della quale si applica, in quanto compatibile, l'art. 2377 c.c., poiché tale compatibilità può essere al massimo riferita al possesso di determinate quote di capitale sociale ma non anche alla necessaria spettanza del diritto di voto dei proponenti l'impugnazione per l'ovvia ragione che tale condizione è prevista unicamente con riferimento alle delibere assembleari¹⁸⁹.

Parimenti, lo statuto potrà prevedere che ai titolari di strumenti finanziari sia riconosciuto il diritto di ispezionare i libri sociali¹⁹⁰.

In senso negativo sembra, invece, doversi risolvere la questione circa la possibilità di attribuire ai portatori di strumenti finanziari i c.d. diritti delle minoranze, ovvero sia la convocazione dell'assemblea ai sensi dell'art. 2367 c.c., l'azione di responsabilità esercitata dai soci di cui all'art. 2393-bis c.c. e la denuncia al collegio sindacale e al tribunale (artt. 2408, co. 2 e 2409 c.c.).

Nonostante, infatti, il legislatore non preveda espressamente che ai fini del calcolo delle percentuali minori di partecipazione sia necessaria la spettanza del diritto di voto, appare difficile riconoscere ai portatori di strumenti finanziari tale legittimazione in ragione del fatto che questi sono

¹⁸⁸ Vedi, in proposito la Relazione al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, in *Riv. Soc.*, 2003, par. 5.

¹⁸⁹ F. MAGLIULO, *La disciplina statutaria*, cit., p. 39.

¹⁹⁰ ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, cit., p. 131.

privi dello *status* di soci e non rappresentano, pertanto, alcuna partecipazione al capitale sociale.

Infine, in relazione al diritto di richiedere il rinvio dell'assemblea, nei casi in cui essi si dichiarino non sufficientemente informati sugli oggetti posti in deliberazione per i quali abbiano diritto di voto, si pongono le medesime difficoltà relative al calcolo della quota di un terzo del capitale sociale, al possesso della quale l'art. 2374 c.c. subordina l'esercizio del diritto.

Tuttavia, in considerazione del fatto che il diritto a chiedere il rinvio è funzionale al diritto di intervento e all'esercizio del diritto di voto, non può escludersi che lo statuto supplisca alla lacuna normativa e preveda criteri di computo per il possesso di strumenti finanziari e azioni complessivamente necessario ai fini della validità della richiesta di rinvio¹⁹¹.

Ad ogni buon conto si precisa che l'attribuzione dei suddetti diritti amministrativi c.d. minori non possa avvenire a meno di un'espressa previsione in merito nello statuto sociale.

2.8. Il diritto di opzione

Il diritto di opzione attribuito agli azionisti *ex art.* 2441 c.c. in caso di aumento di capitale a titolo oneroso, è volto a garantire ai soci la conservazione del proprio peso amministrativo e patrimoniale nell'organizzazione sociale.

Poiché ai titolari di strumenti finanziari possono essere attribuiti diritti patrimoniali e amministrativi suscettibili di essere diminuiti dall'eventuale ingresso di nuovi sottoscrittori, è possibile che lo statuto attribuisca a questi ultimi e ai soci il diritto di opzione per la sottoscrizione di nuove emissioni di strumenti finanziari¹⁹². L'attribuzione del diritto di voto dipenderà, ad ogni buon conto, dalla causa sottostante al rapporto di finanziamento di volta in

¹⁹¹ F. MAGLIULO, *La disciplina statutaria*, cit., p. 40. L'autore ipotizza che lo statuto potrebbe legittimamente contenere una clausola che attribuisca il diritto alla richiesta del rinvio dell'assemblea a coloro tra socie e portatori di strumenti finanziari che detengano complessivamente un terzo dei voti spettanti in assemblea.

¹⁹² In questo senso, ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, cit., p. 99. In senso contrario si veda, invece, M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, cit., p. 557 e G. MIGNONE, *Commento sub art. 2346, 6° comma*, cit., p. 251.

volta incorporata nello strumento finanziario di nuova emissione: in particolare, nel caso in cui gli strumenti siano emessi a fronte di prestazioni d'opera o servizi, il diritto di opzione potrebbe anche non essere riconosciuto, al fine di permettere l'acquisizione di determinati apporti, mentre nel caso in cui detti strumenti divenissero mezzi di raccolta di capitali di rischio, a fronte di una parte del patrimonio netto della società, appare opportuno che lo statuto riconosca il diritto di opzione ai precedenti sottoscrittori, al fine di tutelare la loro posizione relativa da un punto di vista patrimoniale o anche amministrativo.

Più controversa, invece, è la questione sul diritto di opzione dei portatori di strumenti finanziari per l'emissione di nuove azioni.

Dottrina maggioritaria risolve in senso negativo il quesito sulla possibilità di riconoscere anche agli strumenti finanziari il diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione, in ragione del fatto che questo spetta per legge ai soci e che appare, al contrario, opportuno tutelare quest'ultimi dall'eventuale attribuzione del diritto anche ai titolari di strumenti finanziari¹⁹³. Il diritto attribuito ai titolari di strumenti finanziari si risolverebbe, infatti, in una compressione del diritto di opzione spettante agli azionisti, con una limitazione che non sarebbe deliberata di volta in volta, ma che verrebbe prevista a monte dallo statuto, in violazione dei precetti imperativi della seconda direttiva comunitaria¹⁹⁴.

Secondo tesi contraria, è stato ipotizzato che l'emissione di strumenti finanziari avvenga mediante emissione di "buoni di opzione" che riconoscano il diritto patrimoniale per l'esercizio del diritto di opzione da utilizzare in caso di aumento di capitale con emissione di nuove azioni¹⁹⁵.

¹⁹³ F. MAGLIULO, *La disciplina statutaria*, cit., p. 41 e G. MIGNONE, *Commento sub art. 2346, 6° comma*, cit., p. 251.

¹⁹⁴ M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, cit., p. 557. Ogni qual volta, infatti, il diritto di opzione è escluso, per azioni da liberarsi mediante conferimento in natura, o quando lo esiga l'interesse della società, l'assemblea deve individuare, caso per caso, le ragioni dell'esclusione.

¹⁹⁵ P. GROSSO, *Le categorie di azioni*, cit., p. 131 e V. SANTORO, *Commento sub art. 2351*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, vol. 2/I, p. 153.

Mette conto rilevare, che il novellato art. 2441 c.c. ammette la limitazione statutaria del diritto di opzione del socio solo nelle società con azioni quotate sui mercati regolamentati nei limiti de dieci per cento del capitale sociale preesistente e a condizione che il prezzo di emissione corrisponda, secondo apposita relazione della società incaricata della revisione contabile, al valore di mercato delle azioni.

Una soluzione opportuna appare essere allora quella di riconoscere statutariamente in capo ai titolari di strumenti finanziari un'opzione di secondo grado, esercitatile là dove non siano stati esercitati gli analoghi diritti da parte dei soci, anche in ragione del fatto che non essendo previste dalla legge forme di tutela in capo ai titolari di strumenti finanziari che attribuiscono una partecipazione agli utili in concorso con le azioni in caso di aumento di capitale, la relativa tutela deve essere demandata ai principi generali e alle clausole statutarie¹⁹⁶.

¹⁹⁶ F. MAGLIULO, *La disciplina statutaria, cit.*, p. 41.

Capitolo III

La struttura finanziaria e la *corporate governance*

SOMMARIO: 1. I conflitti di interessi. - 1.2. Cenni di analisi economica del diritto. - 1.2. Le tutele ai portatori di strumenti finanziari. - 2. Gli strumenti finanziari e la nomina degli organi sociali. - 2.1. Gli amministratori della minoranza: l'art. 2368 c.c. e l'art. 147-ter, t.u.f. - 2.2. L'art. 2351 c.c. - 2.3. L'iter legislativo e il dibattito dottrinale: il voto di lista. - 2.4. Sull'opportunità della nomina da parte delle minoranze degli amministratori. - 2.5. La nozione di "indipendenza". - 2.6. Poteri di gestione e poteri di controllo. - 2.7. Composizione del cda e doveri fiduciari. - 2.8. Conclusioni.

1. I conflitti di interesse

1.1. Cenni di analisi economica del diritto

Una lezione fondamentale della finanza aziendale è che gli interessi di titolari di vari pretese nei confronti dei flussi di cassa di un'impresa sono inevitabilmente in conflitto¹⁹⁷. Come è stato opportunamente notato, di là dalla *nexus of contracts theory*¹⁹⁸, "all'interno della società per azioni non vi è una sola organizzazione di soggetti "interessati", ma una pluralità di organizzazioni, i cui meccanismi di funzionamento devono essere coordinati, ciascuna composta da soggetti interessati, ma l'una diversamente interessata rispetto all'altra"

Occorre precisare che la visione del fenomeno societario come *nexus of contracts* è di difficile applicazione nel nostro contesto culturale: l'assetto di interessi societario verrebbe infatti ricondotto ad una rete di rapporti contrattuali riportati al paradigma dello scambio con la conseguenza che si perderebbe la possibilità di distinguere da un punto di vista qualitativo i diversi

¹⁹⁷ L. ENRIQUES, J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee al capitale sociale*, Riv. soc., 2002, p. 78. Anche nell'ambito della stessa classe di soggetti finanziatori, le preferenze rispetto alla destinazione dei risultati sociali potrebbero divergere, sulla base ad esempio di considerazioni di tipo fiscale. Cfr. W. A. KLEIN, *The modern business organization: bargaining under constraints*, cit., p. 1521.

¹⁹⁸ U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., p. 1107.

contratti che compongono la vicenda societaria. Più in particolare, si perderebbe la possibilità di rimarcare la specificità del contratto dal quale la società origina quale contratto avente valore organizzativo¹⁹⁹.

Ad ogni buon conto, una prima classe di conflitti riguarda il rapporto tra creditori e *management* - conflitti c.d. verticali -; una seconda nasce tra i diversi finanziatori della società - conflitti c.d. orizzontali -, tra cui le diverse categorie di azionisti e obbligazionisti²⁰⁰. In particolare, nell'ambito dei conflitti orizzontali, gli interessi dei titolari di una pretesa stabilita (*fixed claim*) confliggono con quelli dei titolari di una pretesa residuale (*residual claim*), ma problemi di compatibilità si pongono anche all'interno delle medesime pretese residuali.

Tra le ipotesi di interessi confliggenti nell'ambito di diverse categorie di pretese residuali, tralasciando le ipotesi di pregiudizio "diretto", rispetto a decisioni strutturali della società, ed in particolare modifiche dell'atto costitutivo, si possono evincere tre momenti:

- i. l'aumento del capitale sociale,
- ii. l'emissione strumenti finanziari destinati a soggetti diversi dai soci,
- iii. la fusione e la scissione.

Relativamente alla prima ipotesi, bisogna preliminarmente verificare se ai portatori di strumenti finanziari sia riconosciuto, tra gli altri diritti, anche un diritto di opzione sui futuri aumenti di capitale. Come sopra analizzato, la dottrina prevalente²⁰¹ ha espresso parere negativo, in considerazione del fatto che l'attribuzione di tale diritto si risolverebbe in una compressione del diritto spettante agli azionisti.

¹⁹⁹ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni, cit.*, p. 1314.

²⁰⁰ L. E. MITCHELL, *The fairness rights of corporate bondholders*, in *N. Y. U. Law Review*, 65 (1990), p. 1165.

²⁰¹ M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari, cit.*, p. 557; G. MIGNONE, *Commento sub art. 2346, 6° comma, cit.*, p. 251, il quale esclude la possibilità di attribuire un diritto di opzione ai portatori di strumenti finanziari sia sulle azioni che, eventualmente, sugli strumenti finanziari di nuova emissione.

Ogni qual volta venga alterato il reciproco rapporto di volume delle diverse categorie di strumenti finanziari, con l'ampliamento o la riduzione di una categoria, o si creino nuove categorie dotate di un trattamento preferenziale rispetto a quelle esistenti, senza un corrispondente riconoscimento del diritto di opzione, viene a crearsi una situazione di conflitto tra azionisti e portatori di strumenti finanziari che partecipino ai risultati sociali, in termini di diluizione delle pretese reddituali²⁰².

Relativamente alla seconda ipotesi di conflitto, sembra parimenti potersi escludere che agli azionisti spetti il diritto di opzione sull'emissione di strumenti finanziari²⁰³; ciò, sicuramente nei casi in cui l'emissione risponda alle esigenze della società di acquisire determinati apporti, ma anche nella più problematica ipotesi in cui questi fossero strumenti di raccolta di capitale di rischio a fronte di una porzione del patrimonio netto della società, seppur diversa dal capitale sociale. Il problema si pone se attraverso l'emissione di strumenti finanziari venga elusa la proporzionalità con cui ciascun socio partecipa al capitale e al patrimonio sociale²⁰⁴.

Se agli azionisti non è riconosciuto il diritto di opzione sull'emissione di strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali assimilabili a quelli delle azioni e di significativi diritti di voto, ancorché su argomenti specificamente indicati, diventerebbe possibile la creazione di strumenti statuari anti-scalata (c.d. *poison pill*)²⁰⁵.

Per quanto attiene alle operazioni straordinarie di fusione o scissione, il legislatore ha previsto strumenti di tutela degli interessi degli azionisti di categoria, dei creditori e degli obbligazionisti. Ai primi, infatti, è individualmente riconosciuto il potere di opposizione ai sensi dell'art. 2503 c. c., ai secondi, ove la deliberazione leda i loro diritti o alteri i rapporti tra le diverse categorie, la tutela sarà garantita dall'approvazione della delibera di

²⁰² Riemerge qui il problema del danno indiretto, e cioè la lesione del diritto al mantenimento costante del rapporto corrente tra le diverse categorie di pretese.

²⁰³ M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, cit., p. 557.

²⁰⁴ G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, II, Torino, 2002, p. 492.

²⁰⁵ L. ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari*, cit., p. 111.

fusione da parte dell'assemblea speciale; infine, agli obbligazionisti, così come ai creditori sociali, è riconosciuta l'azione di opposizione, salvo il caso in cui l'assemblea generale degli obbligazionisti abbia approvato la fusione. Relativamente ai portatori di strumenti finanziari, ove non fosse statutariamente riconosciuto il diritto di voto in ordine alle decisioni di fusione e scissione, sarebbe comunque applicabile, in caso di pregiudizio, la disciplina di cui all'art. 2376 c. c.²⁰⁶

Altrettanto noto è che gli interessi degli azionisti e degli obbligazionisti - o degli altri finanziatori a lungo termine la cui remunerazione sia predefinita e non parametrata ai risultati economici – possono divergere significativamente e che, anzi, la presenza di una importante componente di debito nella struttura finanziaria della società può indurre gli azionisti – e il *management* che ne è espressione – a scelte opportunistiche dirette a espropriare ricchezza agli obbligazionisti²⁰⁷. Le principali situazioni di conflitto di interessi tra azionisti e obbligazionisti, nelle quali gli azionisti hanno forti incentivi ad agire opportunisticamente, quando la società è *in bonis*, ma in particolar modo quando l'impresa si trova in un periodo di dissesto, possono essere così sintetizzate²⁰⁸:

²⁰⁶ Di più, è stato ipotizzato che a ciascun titolare di strumenti finanziari, al pari del creditore, debba essere riconosciuto un diritto di opposizione alla fusione e alla scissione. Ciò, in ragione del fatto che la categoria, in ipotesi contraria, rimarrebbe disarmata sia delle difese del socio sia di quelle del creditore; ed anche in considerazione di quanto disposto dall'art. 2506-ter, co., 4, c. c., che ha tutelato il diritto all'informazione del titolare di strumento finanziario, in ragione della successiva tutela dei diritti. V. SANTORO, *Commento sub art. 2351, cit.*, p. 153. Cfr. anche G. MIGNONE, *Commento sub art. 2346, 6° comma, cit.*, p. 254.

²⁰⁷ Le scelte opportunistiche costituiscono un *second best* rispetto all'obiettivo della creazione di valore complessivo, essendo *first best* la scelta non opportunistica, che non massimizza cioè l'utile per i soci, nel primario interesse al tempo stesso dell'impresa e dei creditori.

²⁰⁸ L. ENRIQUES, J. MACEY, *Raccolta di capitale, cit.*, p. 81. Il valore delle azioni aumenta in caso di decisioni aziendali che, sebbene riducano il valore dell'impresa, trasferiscono ricchezza dai creditori agli azionisti. Si consideri poi il caso inverso in cui i creditori, nella misura in cui esercitino un'influenza significativa sulla società, possano trarre profitto a spese degli azionisti. Il conflitto di interessi tra azionisti e creditori non troverebbe efficace soluzione con l'attribuzione a quest'ultimi del controllo dell'impresa. Cfr. M. C. JENSEN, C. W. SMITH JR, *Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory*, 1985, disponibile su www.ssrn.com, p. 21. La partecipazione diretta del creditore alla gestione della società finanziata, pur riducendo il rischio sopportato da questo, aumenta i costi di raccolta del capitale per il rischio che lo stesso creditore venga ritenuto responsabile, in caso di fallimento della società, per l'influenza diretta o indiretta esercitata sulla società stessa. Cfr.

- i. le distribuzioni ai soci,
- ii. la diluizione delle pretese,
- iii. il sotto-investimento,
- iv. l'incentivo al rischio.

Anzitutto, gli azionisti possono appropriarsi di attività della società: essi possono deliberare la distribuzione dei dividendi, l'acquisto di azioni proprie, il pagamento di compensi eccessivi a *managers* e dipendenti, riducendo i fondi propri su cui i creditori hanno fatto affidamento decidendo di finanziare la società²⁰⁹. Analogo risultato si realizza in caso di cessione a società prestanome, o controllate dai medesimi soggetti, delle attività di maggior valore; gli azionisti depauperano l'azienda lasciando in mano ai creditori un guscio vuoto o, comunque, ledendo la garanzia patrimoniale loro fornita dalle attività aziendali²¹⁰.

In secondo luogo, gli azionisti possono diluire le pretese dei creditori, sia indebitandosi ulteriormente così da far concorrere i nuovi creditori con quelli preesistenti in caso di liquidazione della società (*bait and switch*), sia, e in maniera ancor più rischiosa per i vecchi creditori, contraendo nuovo debito dotato di grado di priorità nel rimborso superiore rispetto a quello già emesso²¹¹.

Ancora, gli azionisti, agendo nel loro immediato interesse personale, possono abbandonare progetti con valore attuale netto positivo, ove l'utile atteso derivante da questi progetti andasse a beneficio dei creditori sociali: mantenendo costante il rischio del *business*, il valore di qualsiasi opportunità di

R.E. SCOTT, *A relational theory of secured financing*, in *Columbia Law Review*, 86 (1986), p. 901.

²⁰⁹ In particolare il problema si pone rispetto agli scostamenti delle politiche di distribuzione dei dividendi rispetto al momento di sottoscrizione del finanziamento. In tali casi, il valore di mercato delle azioni dell'impresa diminuisce meno dell'ammontare del dividendo pagato, in quanto parte di tale riduzione è sopportata dai creditori.

²¹⁰ F. BLACK, J. COX, *Valuing corporate securities: some effects of bond indenture provisions*, in *Journal of finance*, 31 (1976), p. 351.

²¹¹ Tale tipologia di comportamenti pregiudizievoli può essere scongiurata dai creditori mediante l'inclusione di specifici obblighi o doveri nei contratti di finanziamento, o la costituzione di garanzie che ne elevino il grado di priorità nel rimborso. M. BELCREDI, *Le implicazioni delle scelte di finanziamento per i comportamenti manageriali*, in M. CATTANEO (a cura di), *Manuale di finanza aziendale*, Bologna, 1999, p. 588.

investimento per l'azionista è minore in quanto i benefici devono essere condivisi con gli obbligazionisti. Così, fornire nuovo capitale netto potrebbe non essere nell'interesse degli azionisti, anche laddove servisse a perseguire redditizie opportunità di investimento²¹².

Infine, gli azionisti, potendo beneficiare rispetto ai creditori della maggior parte degli effetti positivi di un investimento, avranno una propensione al rischio maggiore²¹³: i responsabili finanziari che agiscono rigorosamente nell'interesse degli azionisti potrebbero - in particolare quando sono maggiori le probabilità di insolvenza per la società - intraprendere progetti con VAN negativo, sebbene tale strategia di investimento riduca il valore complessivo dell'impresa²¹⁴.

Se i conflitti di interesse tra *residual claimants* e i titolari di una pretesa fissa non generano veri e propri costi d'agenzia, finchè si traducono in semplici trasferimenti di ricchezza dagli uni agli altri²¹⁵, tuttavia, il rischio di espropriazione cui i creditori sono esposti, potrebbe indurre gli stessi a chiedere una remunerazione del loro investimento maggiore, riducendo il prezzo cui i titoli sono collocabili e aumentando, così, il costo del capitale²¹⁶. L'approccio dei tradizionali modelli di proprietà dell'impresa annovera gli obbligazionisti - e più in generale tutti i finanziatori sociali diversi dagli azionisti - tra i

²¹² Si consideri l'esempio di un investimento con VAN=5 (costo 10 e valore attuale, 15). La società per reperire risorse emette nuove azioni per 10, sottoscritte dal proprietario originale, e procede all'investimento. Il valore delle obbligazioni aumenterà, supponiamo di 8, in quanto le attività dell'impresa sono aumentate di 15 e il rischio di fallimento si è ridotto di conseguenza. All'azionista andrà il complemento a 15 di 8; l'azionista, ha investito 10 in capitale netto, ma guadagna solo 7 di valore di mercato. Il portare a termine tale progetto sarebbe nell'interesse dell'impresa, ma non dell'azionista. Cfr. R. A. BREALEY, S. C. MYERS, S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, Milano, 1999, p. 501.

²¹³ Gli obbligazionisti avranno minore propensione al rischio e prediligeranno scelte di investimento più conservative. Cfr. L. E. MITCHELL, *The fairness rights of corporate bondholders*, *op.cit.*, p. 1165. Si consideri una società con 20 di mezzi propri e 80 di debito, e due progetti alternativi entrambi con E=100: A (r=100, $\pi=1$), e B (r=50, $\pi=0,5$; r=150, $\pi=0,5$). Nel primo caso, E(D)=80 e E(E)=20; nel secondo, invece, E(D)=65 e E(E)=35. I creditori sceglieranno il progetto A, gli azionisti il progetto B.

²¹⁴ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, *cit.*, p. 500.

²¹⁵ A generare costi di agenzia sono i casi in cui viene intaccato il valore dell'attivo, e quindi i casi "estremi" di svendita dell'attivo o finanziamento di progetti a VAN negativo.

²¹⁶ M. BELCREDI, *Le implicazioni delle scelte di finanziamento*, *cit.*, p. 588.

creditori, ossia *contract claimants*²¹⁷, i quali potranno tutelare i loro interessi *ex post*, potendo modificare le condizioni del rapporto sulla base dei comportamenti tenuti dagli azionisti e facendo leva sul fattore reputazionale, ma soprattutto, *ex ante*, attraverso lo strumento del contratto²¹⁸, esigendo un adeguato tasso d'interesse (*risk premium*) o eventualmente adeguati poteri di controllo sulla società²¹⁹. Nel contesto societario, i conflitti d'interesse tra diversi *claimants* contribuiscono all'incremento dei costi di agenzia in due modi: da un lato, i costi sostenuti per il monitoraggio e la risoluzione dei conflitti, dall'altro, i costi sostenuti da una classe di finanziatori "anticipando"

²¹⁷Tale impostazione viene criticata in considerazione degli elementi che accomunano obbligazionisti ed azionisti. Entrambi, infatti, affidano i loro investimenti al *management* della società per un lungo periodo di tempo durante il quale l'utilizzo dei fondi è estremamente discrezionale. Le clausole contrattuali tutelano gli obbligazionisti da possibili espropriazioni degli azionisti, ma non dall'uso che il *management* possa farne. Il ritorno degli obbligazionisti, ancorché fisso e predeterminato, dipende, come quello degli azionisti, dalla solvibilità della società che richiede i doveri di diligenza e di fedeltà del *management*. In questo senso il rapporto tra finanziatori e *management* deve essere caratterizzato dallo stesso rapporto fiduciario (correttezza e buona fede) che lega amministratori e azionisti. L. E. MITCHELL, *The fairness rights*, cit., p. 1165. "There is no fundamental difference between debt and equity claims from an economic perspective. Both may bear risk, which makes both residual claims in the sense that the payoff turns on the fortunes of the firm". F. H. EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *Close corporations and agency costs*, in *Stanford Law Review*, 38 (1986), p. 271.

²¹⁸ I principali *covenants* contenuti nei contratti di finanziamento di debito sono: *production-investment covenants*, *dividend covenants*, *financing covenants*, and *bonding covenants*, che descrivono le modalità di *enforcement* dei *covenants* stessi, ad esempio prevedendo la nomina di un rappresentante dei creditori che monitori il rispetto degli impegni da parte della società. M. C. JENSEN, C. W. SMITH JR., *Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory*, cit., p. 30. I sottoscrittori di capitale di debito, come ogni altro creditore della società, non hanno diritti ulteriori, quali ad esempio doveri fiduciari da parte del *management*, oltre a quelli negoziati nel contratto. Cfr. H. T. C. HU, *New financial products, the modern process of financial innovation, and the puzzle of shareholder welfare*, in *Texas Law Review*, 36 (1991), p. 1273. Le principali obiezioni all'efficace tutela contrattuale dei creditori risiedono nell'impossibilità di prevedere ogni scenario futuro e nel fatto che clausole estremamente restrittive e vincolanti verso la società limiterebbero la capacità d'azione della stessa e le possibilità di intraprendere azioni che ne massimizzano il valore. M. W. MCDANIEL, *Bondholders and stockholders*, in *Journal of Corporation Law*, 13 (1988), p. 205. Inoltre, anche in caso di diritti contrattuali estesi, l'attività di monitoraggio e l'operatività di meccanismi di *enforcement*, risultano estremamente costose e di poca rilevanza pratica. B. CHEFFINS, *Company law (theory, structure and operation)*, Oxford, 1997, p. 76.

²¹⁹ L. ENRIQUES, J. MACEY, *Raccolta di capitale*, cit., p. 84. Inoltre, i creditori "deboli", non in grado autonomamente di tutelarsi autonomamente dai comportamenti opportunistici, potranno comunque avvantaggiarsi del monitoraggio svolto dai creditori "sostanziosi". I poteri di controllo espressi dal diritto di voto rappresentano il "complemento al contratto", ossia il diritto di prendere tutte le decisioni non altrimenti previste dal contratto, per sua natura incompleto. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *L'economia delle società*, cit., p. 83.

la possibilità di espropriazioni²²⁰. Tra questi, i costi di agenzia derivanti dalla raccolta di capitale di debito sono composti da: costi di contrattazione, in particolare i costi di negoziazione, stesura e monitoraggio dei *covenants* (*contracting costs*); il costo opportunità, nel caso in cui i *covenants* impongano ai *managers* di non intraprendere operazioni che massimizzano il valore dell'impresa (*opportunity loss*); la perdita residuale in caso di scelte manageriali che riducano il valore dell'impresa, anche distraendo risorse a loro vantaggio (*costs of management*); la perdita residuale del dirottamento di risorse dai creditori agli azionisti (*expropriation loss*)²²¹; e i costi di riorganizzazione e fallimento (*bankruptcy costs*).

In termini di costi di agenzia, gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346 c. c. presentano profili contrastanti: se la possibilità di attribuire al portatore il diritto di voto su argomenti specificamente indicati – potendo questa forma di veto fungere da *covenant* a favore del creditore – riduce i costi di agenzia e, conseguentemente il costo di raccolta delle risorse finanziarie, dall'altro, questa stessa flessibilità, rendendo a priori incerto il contenuto degli strumenti, contribuirà – almeno in una prima fase in cui manchi una standardizzazione – ad incrementare sensibilmente i costi di transazione nella predisposizione dello strumento²²².

²²⁰ M. W. MCDANIEL, *Bondholders and stockholders*, cit., p. 205.

²²¹ M. W. MCDANIEL, *Bondholders and stockholders*, cit., p. 205. Il costo della perdita residuale e i costi di bancarotta sono strettamente interrelati in quanto il trasferimento di ricchezza agli azionisti necessariamente incrementa il rischio di bancarotta.

²²² Più in generale, è stato notato come la riforma del diritto societario abbia incrementato i benefici per i creditori – rafforzamento del sistema di reperimento di risorse finanziarie, previsione dell'obbligo di agire informati e della diligenza qualificata degli amministratori –. Cfr. E BERTACCHINI, *Le ragioni del credito nelle società riformate*, Padova, 2004, p. 164.

1.2. Le tutele ai portatori di strumenti finanziari

Dal punto di vista delle tutele accordate, le assemblee speciali di categoria rappresentano un istituto volto alla tutela dei diritti dei portatori di speciali categorie di azioni e di strumenti finanziari²²³.

Nonostante la lettera delle legge preveda l'applicazione dell'istituto delle assemblee speciali ai soli strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, tale impostazione non può essere condivisa, considerato che i diritti amministrativi sono funzionali alla tutela di quelli patrimoniali e che i pregiudizi più rilevanti sono proprio quelli di carattere economico²²⁴.

Nel caso poi in cui non venga ad esistenza una categoria di strumenti finanziari²²⁵, ma il titolo emesso sia individuale – in ragione del rilievo accordato al soggetto apportante - l'efficacia della delibera assembleare pregiudizievole dei diritti del titolare sarà, comunque, condizionata al consenso dei singoli titolari, anche in considerazione del fatto che per siffatta tipologia di

²²³ In questo senso, C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (in diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 3, II, Torino, 1993, p. 504. Tuttavia, l'istituto delle assemblee speciali avrebbe storicamente l'obiettivo di tutelare le ragioni della società, più che quelle dei portatori di diritti privilegiati. L'approvazione dell'assemblea di categoria consente alla società di modificare i diritti dei portatori prescindendo dal consenso individuale del titolare. Così, la disciplina impedirebbe che decisioni onerose per i singoli, ma di rilievo per il buon esito della società, possano essere rese di più ardua attuazione da una minoranza di portatori degli strumenti finanziari. Cfr. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, p. 54.

²²⁴ La disciplina applicabile agli strumenti finanziari che attribuiscono diritti patrimoniali potrebbe essere interpretata allora nel senso dell'immodificabilità dei diritti attribuiti a meno del consenso individuale dei possessori, o per l'applicazione estensiva dell'art. 2376 c. c., o, ancora, per l'applicazione estensiva dell'art. 2541 c. c., in materia di società cooperative; M. S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in M. RESCIGNO, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, p. 38; P. GROSSO, *Le categorie di azioni*, cit., p. 126, la quale motiva l'estensione della previsione di cui all'art 2376 c. c. anche agli strumenti finanziari dotati esclusivamente di diritti patrimoniali, in ragione della disciplina dettata per le categorie speciali di azioni, alle quali l'istituto delle assemblee speciali si applica indipendentemente dai diritti ad esse attribuiti. In caso contrario, la disparità di trattamento potrebbe comportare profili di incostituzionalità della norma.

²²⁵ Altresì nel caso di strumenti finanziari con diritto al rimborso del capitale e sforniti di diritti amministrativi, rispetto ai quali, interpretando restrittivamente la previsione di cui all'art. 2376 c. c., non trova applicazione né l'istituto delle assemblee speciali, né quello dell'assemblea degli obbligazionisti.

titoli potrebbe mancare un mercato che garantisca la subitanea uscita e monetizzazione dell'investimento²²⁶.

Nulla vieta che lo statuto individui fra i diritti dei portatori di strumenti finanziari quello di deliberare, in conformità delle regole proprie dell'assemblea straordinaria, in ordine alle decisioni dell'assemblea che modificano *in pejus* i loro diritti²²⁷.

Per la categoria di strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico delle imprese il legislatore ha invece previsto una tutela più incisiva, in considerazione della maggiore rischiosità dei predetti titoli, applicando ai medesimi la disciplina delle obbligazioni²²⁸.

Alla luce di quanto sin qui esposto, la tutela dei portatori di strumenti finanziari rispetto ai pregiudizi diretti sarà affidata, per gli strumenti che conferiscono diritti amministrativi, ad un'assemblea che funzionerà secondo i principi e le regole dell'assemblea speciale degli azionisti di categoria; per gli strumenti di rischio, nel senso che il rimborso del capitale può essere condizionato nei tempi e nell'entità all'andamento economico della società, ad un'assemblea regolata dalle norme sull'assemblea degli obbligazionisti e al

²²⁶ In ragione della mancanza dei requisiti di standardizzazione e omogeneità.

²²⁷ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni, cit.*, p. 1278.

²²⁸ Cfr. art. 2411, co., 3, c. c., sebbene si dubiti dell'integrale applicabilità e compatibilità di tutte le norme contenute nella sezione in tema di obbligazioni. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni, cit.*, p. 1279. In senso affatto diverso, G. FERRI JR., *Fattispecie societaria, cit.*, p. 814, secondo il quale alla disciplina delle obbligazioni devono ritenersi soggetti tutti gli strumenti finanziari diversi dalle azioni, a prescindere non solo dal contenuto dei diritti patrimoniali, ma anche dalla presenza di diritti amministrativi. La disciplina generale non impedisce l'applicazione di discipline particolari, cosicché alla fattispecie di strumenti finanziari partecipativi, dotati, cioè, di diritti amministrativi, si applicherà, unitamente alla disciplina delle obbligazioni, quella dettata dagli artt. 2346, 2351, 2376 c.c. In termini più generali, non è agevole definire i confini e le aree di sovrapposizione della categoria degli strumenti finanziari partecipativi, degli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, c. c. – c.d. strumenti ibridi - e delle obbligazioni, in considerazione del fatto che il profilo patrimoniale (remunerazione in conto interessi, rimborso del capitale, subordinazione) non è un criterio distintivo valido, potendo le diverse fattispecie essere configurate analogamente. Cfr. L. ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari, cit.*, p. 108.

rappresentante comune. Un problema di coordinamento sorgerà nel caso di uno strumento che cumuli i due caratteri²²⁹.

Al di là del caso di pregiudizi diretti - ossia i pregiudizi che conseguono direttamente a una modifica in senso peggiorativo della posizione giuridica del possessore di strumenti finanziari²³⁰ -, per i quali il legislatore ha previsto una panoplia di strumenti di tutela, sarà rimessa all'autonomia statutaria la determinazione di ogni ulteriore forma di tutela, specie in ordine ai pregiudizi c.d. indiretti²³¹, ed anche, eventualmente, ai pregiudizi di fatto²³², causati da operazioni che, ancorché senza incidere direttamente sulla posizione giuridica dei sottoscrittori strumenti finanziari, abbiano come effetto un peggioramento del valore economico del titolo e dunque dell'investimento²³³. Si pensi ad esempio, non essendo possibile individuare in astratto una tipologia completa di delibere assembleari "pregiudizievoli"²³⁴, ad un aumento di capitale in presenza di strumenti finanziari che attribuiscono una partecipazione agli utili in concorso con gli azionisti: in queste eventualità il pregiudizio sarebbe meramente fattuale, non mutando la posizione giuridica formale dello strumento²³⁵.

²²⁹ Si pensi ad uno strumento emesso a fronte di un rapporto di associazione in partecipazione con la possibilità di nominare un membro del collegio sindacale.

²³⁰ Si pensi, ad esempio, ad una riduzione della partecipazione agli utili della società.

²³¹ Ancorché sia pacifico in dottrina ritenere un "diritto" di categoria anche il generico diritto al mantenimento del "rango", cioè al mantenimento del rapporto di diversità preesistente con le altre categorie, sia dal punto di vista dei diritti amministrativi, che di quelli patrimoniali. Vedi A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali, cit.*, p. 209. Il legislatore comunitario ha dato rilevanza al pregiudizio indiretto prevedendo l'approvazione da parte delle categorie di azioni delle operazioni di aumento del capitale e di fusione e scissione, qualora tali operazioni risultino pregiudizievoli per i diritti delle categorie. C. COSTA, *Le assemblee speciali, cit.*, p. 538.

²³² Il legislatore ha voluto limitare l'ambito di applicazione delle assemblee speciali alla modifica delle posizioni giuridiche a carattere stabile, di fonte legale o statutaria, vantate dai soci nei confronti della società o nel rapporto con le altre categorie, lasciando fuori le ipotesi in cui non sia toccato un diritto, ma solo un'aspettativa. C. COSTA, *Le assemblee speciali, cit.*, p. 531.

²³³ Si consideri, ad esempio, il caso di una delibera assembleare che altera esclusivamente il rapporto delle forze tra diverse categorie di strumenti finanziari, a vantaggio o in discapito di una di loro. Vedi L. ULISSI, *Le assemblee speciali, in Nuova giur. civ. comm.*, 1996, II, p. 157.

²³⁴ C. COSTA, *Le assemblee speciali, cit.*, p. 529.

²³⁵ Ancora, si pensi al concorso, a seguito di una fusione, di una categoria di strumenti finanziari con un'altra dotata di privilegi preferenziali rispetto alla prima, e al c.d. diritto al

In questo senso si sottolinea la necessità di un'adeguata regolazione statutaria dei conflitti tra i portatori di strumenti finanziari e gli azionisti e la determinazione dei rimedi in caso di inadempimento della prestazione spettante, anche in termini di obbligazioni risarcitorie²³⁶.

La configurazione della struttura finanziaria della società dovrà necessariamente essere valutata alla luce dei riflessi sul governo societario, al fine di gestire con oculatezza gli equilibri tra gli *stakeholder* e la potenziale conflittualità tra i medesimi²³⁷. Rileveranno a tal proposito, come già per le categorie di azioni, le ipotesi di conflittualità interna originate dalla compresenza di interessi diversi da tutelare e i pregiudizi derivanti non solo da decisioni strutturali della società, ma anche dalla condotta degli amministratori²³⁸: nell'ipotesi di strumenti finanziari caratterizzati da un particolare grado di partecipazione al rischio d'impresa sotto il profilo del rimborso e della remunerazione dell'investimento, è in primo luogo nell'attività dell'organo amministrativo, istituzionalmente deputato alla gestione dell'impresa societaria, che deve ravvisarsi la fonte di possibili pregiudizi nei confronti dell'investitore²³⁹. Nell'ipotesi di strumenti finanziari che ancorino il rimborso o la remunerazione dell'investimento all'andamento dell'impresa societaria, i pregiudizi derivanti dalla condotta degli amministratori, saranno i medesimi arrecati ai portatori di speciali categorie di azioni. Siffatti pregiudizi potrebbero derivare, ad esempio, dalla conclusione,

mantenimento del rango, inteso come il diritto al mantenimento costante del rapporto giuridico corrente tra le categorie. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., p. 209.

²³⁶ D. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, cit., p. 59.

²³⁷ P. GROSSO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, cit., p. 126. In questo senso le perplessità espresse da G. B. PORTALE, *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. giur.*, 2003, p. 1665, sulla scorta dell'esperienza francese delle *parts bénéficiaires*. La conflittualità constatata tra i possessori di siffatti titoli e i possessori di azioni ha indotto il legislatore francese a proibire l'emissione di nuove *parts bénéficiaires* e ad imporre la conversione forzata in azioni (di capitale) di quelle ancora esistenti.

²³⁸ La legge prevede che la disciplina delle assemblee speciali operi solo in caso di deliberazioni assembleari, nulla essendo espressamente previsto in ipotesi di pregiudizi provenienti dall'attività degli amministratori.

²³⁹ Nonostante l'area dei pregiudizi da condotta degli amministratori rappresenti la sfera di maggior rilevanza e complessità, questa è sostanzialmente inesplorata dalla dottrina italiana. Cfr. U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., p. 1076.

senza adeguata preventiva informazione, di operazioni speculative ad alto rischio, che determinano un'erosione del valore economico degli strumenti stessi, o di operazioni che riducano il valore di mercato, ove negoziati, degli strumenti.

Come è stato autorevolmente notato, consentire ad una società, anche mediante l'emissione di strumenti ibridi, un'ampia e diversificata raccolta del capitale serve a ben poco se allo stesso tempo, mediante adeguati meccanismi di tutela, sia al momento della sottoscrizione, sia durante lo svolgimento del rapporto²⁴⁰, non si creano le condizioni per incentivare la sottoscrizione di tali prodotti finanziari.

La regolamentazione è volta contestualmente a favorire la copertura del fabbisogno finanziario degli emittenti e a tutelare gli investitori: infatti, da un lato, gli emittenti perseguono l'equilibrio della loro struttura finanziaria attraverso l'intermediazione diretta, la minima onerosità, la stabilità dei flussi e la raccolta di cospicui volumi di risorse finanziarie; dall'altro, gli investitori coltivano aspettative di rendimento e di capitalizzazione massima.

Occorre, pertanto, che i vincoli imposti agli emittenti non siano tali (per costi impliciti, onerosità di adempimenti, eccessi di *disclosure* o di trasparenza) da recare danno sul piano della capacità concorrenziale; parimenti è indispensabile che gli investitori siano messi nelle condizioni di operare le proprie scelte allocative in un contesto di correttezza e di piena visibilità in ordine alle condizioni del finanziamento²⁴¹.

²⁴⁰ Vedi *infra* per i diritti di *voice* e i doveri fiduciari.

²⁴¹ U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., p. 1070 e A. FUSCONI, *Economia e struttura dei mercati degli strumenti finanziari*, Torino, 1999, p. 64.

2. Gli strumenti finanziari e la nomina degli organi sociali

2.1. Gli amministratori della minoranza: l'art. 2368 c.c. e l'art. 147-ter t.u.f.

A fronte della generica previsione di cui all'art. 2383 c.c. in forza della quale la competenza per la nomina degli amministratori spetta all'assemblea ordinaria, l'art. 2368 c.c. dispone, in tema di costituzione dell'assemblea e di validità delle deliberazioni, che l'assemblea ordinaria è regolarmente costituita con la presenza di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale e che essa delibera a maggioranza assoluta, salvo che lo statuto non stabilisca norme particolari per la nomina alle cariche sociali.

La dottrina si è per lungo tempo interrogata circa il significato di tale ultima previsione, in particolare, al fine di valutare se tali norme particolari debbano riguardare le maggioranze, considerato che la disposizione fa parte dell'articolo che disciplina tale argomento, o se, invece, esse si riferiscano a diverse modalità di voto, dato che le deroghe al *quorum* deliberativo sono già previste²⁴².

Secondo l'interpretazione della collocazione sistematica della norma, l'ultima parte dell'art. 2368 c.c., primo comma, non può avere altro effetto oltre a quello di diminuire il *quorum* deliberativo dell'assemblea, con la conseguenza che sarebbero invalidi tutti i meccanismi attributivi alla minoranza del potere di nomina di alcuni amministratori²⁴³. In altri termini, le "norme particolari" prevedono una maggioranza meno elevata per l'elezione delle cariche sociali, così da ovviare a situazioni di stallo tra maggioranze molto deboli e minoranze molto forti²⁴⁴.

²⁴² P. CECCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, 1999, p. 178.

²⁴³ G. CASELLI, *Problemi in tema di nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Contratto e impresa*, 1989, p. 83. La norma farebbe riferimento alla possibilità di diminuire il *quorum* deliberativo dell'assemblea, essendo già consentito per la generalità delle assemblee di prima convocazione di disporre di una maggioranza più elevata.

²⁴⁴ G. LEMME, *Il voto di lista*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, p. 369. Se questa è la *ratio* della norma il raggio della previsione si estenderà unicamente al *quorum* deliberativo e non anche a quello costitutivo.

Per questa via si afferma la validità di clausole statutarie che derogano al principio della maggioranza assoluta²⁴⁵, prevedendo che riescano eletti come amministratori anche coloro che abbiano ricevuto il numero più elevato di voti anche se non abbiano conseguito la maggioranza assoluta dei suffragi²⁴⁶.

Secondo autorevole dottrina²⁴⁷, la suddetta norma non è volta unicamente a evitare *impasses* dovute alla difficoltà di accordo tra i soci in materia di nomina degli amministratori, ma anche a tutelare le minoranze concedendo, oltre al controllo dell'operato della maggioranza²⁴⁸, anche la possibilità di pattuire preventivamente i criteri per la nomina degli amministratori. Tale interpretazione non contravviene né al principio della sovranità dell'assemblea²⁴⁹, né a ragioni di ordine pubblico, avendo come fine ultimo l'obiettivo di limitare il potere della maggioranza in vista di interessi, quelli della minoranza, meritevoli di tutela, ammettendo anche la possibilità di clausole che derogano al principio della maggioranza relativa, e che consentano, cioè, l'elezione anche di candidati che non siano tra quelli che abbiano ottenuto il maggior numero di voti espressi, così da permettere alle minoranze di eleggere i loro rappresentanti in seno all'organo amministrativo.

In tale dibattito si inserisce la disposizione introdotta dalla legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", all'art. 147-ter, t.u.f. che impone alle sole

²⁴⁵ Risulteranno prescelti anche coloro che, entro il numero di consiglieri prescelti, abbiano ottenuto la maggioranza dei consensi, anche se non superano la soglia della metà del capitale intervenuto.

²⁴⁶ G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1971, p. 40. Secondo l'autore tale interpretazione restrittiva sarebbe equivalente ad una clausola che stabilisca che "sono eletti in ordine progressivo i consiglieri che abbiano ottenuto il maggior numero di voti sino alla concorrenza del numero di componenti da eleggere".

²⁴⁷ G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina*, *cit.*, p. 46.

²⁴⁸ Si rammentano in proposito l'art. 2369 c.c., terzo comma, nel quale, come in molte altre disposizioni, si fanno salve le disposizioni dell'atto costitutivo, solo in quanto maggiormente favorevoli alla minoranza, e gli strumenti diretti di tutela, quali quelli disposti dagli artt. 2367 e 2409 c.c.

²⁴⁹ C. SILVETTI, *Nomina di amministratori da parte di gruppi di soci nelle società di capitali*, in *Giur. it.*, 1970, II, p. 548. Le clausole statutarie congegnate in modo da consentire nei consigli di amministrazione una rappresentanza proporzionale delle minoranze determinano esclusivamente un attenuamento e un correttivo e della rigida applicazione del principio maggioritario, non, invece, della nomina assembleare.

società quotate in mercati regolamentati l'adozione di sistemi di elezione dei componenti del consiglio di amministrazione fondati sul c.d. voto di lista, al fine di garantire una rappresentanza della minoranza in seno all'organo amministrativo.

Tale disposizione risulta di particolare interesse ai fini dell'analisi in quanto sancisce un nuovo principio generale, ovvero la necessità che nelle società quotate non solo l'organo di controllo, ma anche quello amministrativo sia espressione delle diverse componenti della compagine sociale, di tal che il consiglio di amministrazione rappresenti il luogo di composizione dei diversi interessi che confluiscono nelle società e successivamente di ponderazione²⁵⁰.

La disposizione di cui all'art. 147-ter, t.u.f. risolve definitivamente gli orientamenti dottrinali che negavano la possibilità che a minoranze private fosse riconosciuto il diritto di nominare uno dei membri dell'organo amministrativo²⁵¹.

Mette conto rilevare come anche la giurisprudenza si sia orientata in tal senso ritenendo che "ogni clausola che sottragga all'assemblea dei soci (tutti) il potere di procedere alla nomina alle cariche sociali deve essere considerata nulla per contrasto con norma inderogabili di legge" e che "la facoltà di procedere separatamente alla nomina degli amministratori non può essere considerata legittima neppure alla luce del disposto dell'art. 2368 c.c., co. 1, in quanto la facoltà concessa dalla legge di predisporre norme particolari non può essere intesa quale facoltà di consentire la nomina al di fuori dell'organo sociale, esclusivamente deputato dalla legge all'incombente"²⁵².

²⁵⁰ M. NOTARI, M. STELLA RICHTER, *Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio*, in *Le società*, n. 5, 2006, p. 533.

²⁵¹ G. SANSONE, *La nomina degli amministratori nelle società per azioni*, in *Le società*, 1983, p. 1004. Si veda anche G. LEMME, *Il voto di lista*, cit., p. 364. Secondo l'Autore la nomina degli amministratori di minoranza dello Stato non è opera dell'assemblea, ma costituirebbe un particolare ed eccezionale caso di nomina extra assembleare. Tale fattispecie non apparterebbe al diritto privato, ma sarebbe configurabile come un vero e proprio atto amministrativo.

²⁵² Trib. Verona, 18 dicembre 1987, in *Le società*, 1988, I, p. 403. Nella fattispecie lo statuto consentiva la nomina separata di amministratori quale risultato della previsione di due distinte categorie di azioni.

Parimenti, la giurisprudenza ha ritenuto radicalmente nulle, e quindi, non omologabili, “le clausole statutarie che prevedono la parziale o totale sottrazione all’assemblea del potere di nomina dell’organo amministrativo a favore di determinati gruppi di soci”²⁵³. Tali clausole fanno sì che l’assemblea si trovi solamente a ratificare la scelta effettuata in un luogo e con modalità diverse da quelle prescritte inderogabilmente dalla legge²⁵⁴. La problematica si inserisce nel più ampio dibattito sulla trasferibilità delle competenze assembleari²⁵⁵ e sulla comparazione tra la struttura posta in essere dalle parti e quella prevista dal legislatore per le società di capitali. In queste ultime, l’organizzazione corporativa si eleva a caratteristica fondamentale, per cui la tendenziale rigidità della ripartizione delle competenze fra i diversi organi si oppone all’autonomia negoziale dei privati di modellare la struttura corporativa della società²⁵⁶.

2.2. L’art. 2351 c.c.

L’introduzione con il d.lgs. 6/03 degli strumenti finanziari di cui all’art. 2346 c.c., co. 6²⁵⁷, si inserisce in maniera problematica nel dibattito, sin qui illustrato, circa la possibilità che la minoranza nomini parte dei membri del consiglio di amministrazione. L’art. 2351 c.c., co. 5, prevede che “gli strumenti finanziari di cui all’art. 2346 c.c., co. 6, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e, in particolare, può ad essi essere

²⁵³ Trib. Verona, 11 dicembre 1992, in *Le società*, 1993, p. 950. La clausola prevedeva che la nomina di undici amministratori su quindici (essendo gli altri nominati direttamente da enti pubblici) avvenisse da parte dell’assemblea su indicazione degli azionisti titolari singolarmente o collegialmente di almeno il 9% del capitale sociale in proporzione alle quote di partecipazione al capitale sociale.

²⁵⁴ N. RICCARDELLI, *Sottrazione all’assemblea del potere di nomina dell’organo amministrativo*, in *Le Società*, 1993, p. 951.

²⁵⁵ Ancora più in generale sulla validità delle clausole statutarie che prevedono un trasferimento di competenze tra i diversi organi sociali oppure una limitazione all’esercizio esclusivo delle stesse da parte dell’organo a cui risultano riservate dalla legge.

²⁵⁶ G. MARASA, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell’atto costitutivo*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (in diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 6, I, Torino, 1993, p. 3.

²⁵⁷ “Resta salva la possibilità che la società a seguito dell’apporto da parte di soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti.”

riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano”.

Innanzitutto, come già rilevato, si pone il problema di armonizzare le previsioni di cui all'art. 2346, co. 6, c.c. e all'art. 2351, co. 5, c.c. nel senso di stabilire se il diritto di voto riconosciuto agli strumenti finanziari possa essere esercitato in assemblea o debba avvenire al di fuori di questa, per esempio in sede di assemblee speciali *ex art. 2376 c.c.* La dottrina ha fino a questo punto proposto interpretazioni discordanti: alcuni ritengono che il voto debba essere espresso nell'assemblea speciale, essendo negato ai portatori di tali strumenti il voto nell'assemblea generale²⁵⁸, per cui gli stessi non concorrerebbero insieme agli altri soci all'elezione, ma nominerebbero in via autonoma un membro indipendente²⁵⁹. Tale interpretazione sconta, però, un problema di legittimità in relazione al principio di esclusiva competenza assembleare in materia di nomina di organi sociali, ed anche di unità del procedimento, per cui non è ammessa la possibilità che la nomina avvenga mediante sub-procedimenti da ratificare poi in sede assembleare.

Un'opinione minoritaria interpreta, invece, il contrasto tra le due norme nel senso di riconoscere, quando manchi una previsione statutaria alternativa, che il voto spettante ai possessori di strumenti finanziari partecipativi possa essere esercitato, mediante predisposizione statutaria di opportuni meccanismi, nella stessa assemblea “generale” chiamata a deliberare²⁶⁰.

²⁵⁸ P. GROSSO, *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Le società*, 2003, p. 1308, e F. CORSI, *La nuova s.p.a.*, *cit.*, p. 417. Si veda anche M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, *cit.*, p. 551. L'Autore rileva che, nonostante il disposto dell'art. 2346 c.c., co. 6, e l'esplicita affermazione contenuta nella Relazione accompagnatoria, non è chiaro se siamo di fronte ad una scelta consapevole o ad una contraddizione, tanto che rimane il dubbio che possa davvero essere affermato che nelle società per azioni sia del tutto preclusa la possibilità di attribuire qualsiasi forma di voto ai possessori di strumenti finanziari diversi dalle azioni

²⁵⁹ V. SANTORO, *Commento sub art. 2351*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, vol. 2/I, p. 152.

²⁶⁰ M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa*, *cit.*, p. 365. L'Autore ritiene che tale soluzione sia conforme a quanto avviene in tema di società cooperative *ex art. 2526 c.c.*, co. 2. Non sarebbe, infatti, altrimenti possibile “pesare” i voti esercitati dai possessori di tali

A tale proposito, si pongono due ordini di questioni di non facile soluzione: innanzitutto, il coordinamento tra le norme che disciplinano gli strumenti finanziari e quelle in materia di categorie di azioni; in secondo luogo la definizione di “componente indipendente”.

Con riferimento al primo punto è stato osservato²⁶¹ che appare auspicabile che la possibilità concessa agli strumenti finanziari sia espressamente consentita anche alle categorie speciali di azioni, nonostante tale possibilità sia contrastata in giurisprudenza²⁶². Di più, se così non fosse si

strumenti. Secondo A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni, cit.*, p. 1299, non si tratta di un diritto esercitabile necessariamente fuori dall'assemblea, posto che la partecipazione ad essa consentirebbe qualcosa in più (motivazione e difesa della candidatura, controllo diretto delle operazioni “elettorali”).

²⁶¹ AA. VV., *Osservazioni dell'Istituto di diritto Angelo Sraffa dell'Università Bocconi di Milano*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1529.

²⁶² Non erano ritenute lecite né da dottrina, né da giurisprudenza, le clausole che attribuiscono il diritto di nomina di alcuni amministratori a determinate categorie di azioni. In dottrina orientamento dominante è nel senso di incompatibilità con il principio della nomina assembleare, dato che vi sarebbe possibilità di votazioni separate o di assemblee speciali e riduzione dell'assemblea ordinaria a mera ratifica formale di una volontà formatasi altrove. Una teoria diversa è invece proposta da dottrina minoritaria, G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina, cit.*, p. 45 in relazione a categorie di azioni che abbiano il diritto di esprimere una rappresentanza nel consiglio di amministrazione. Tale previsione porterebbe, infatti, a risultati analoghi a quelli ottenuti con il voto di lista, risultati che, volti a consentire una vigilanza più efficace delle minoranze, appaiono in linea con l'interesse generale della società, P. CECCHI, *Gli amministratori di società, cit.*, p. 196. Alcuni autori fondano, invece, la liceità in virtù dell'art. 2542 c.c. in materia di società cooperative. Si veda C. SILVETTI, *Nomina di amministratori, cit.*, 1970, II, p. 548. La rappresentanza della minoranza nel consiglio viene attuata, talora collegando alla categoria di azioni possedute la scelta dei consiglieri di minoranza, talora imponendo di scegliere gli amministratori tra i portatori della categoria di azioni di minoranza. Se il medesimo risultato può essere ottenuto con il voto di lista non si comprende perché lo stesso non possa essere consentito mediante queste diverse forme. Parere negativo è stato espresso inoltre da A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali, cit.*, p. 114, secondo il quale la nomina di amministratori e sindaci spetta all'assemblea, in forza di principi inderogabili dell'ordinamento societario per cui il controllo della società non può essere affidato a chi non possieda adeguate percentuali del capitale di rischio. Cfr N. ABRIANI, *La struttura finanziaria, cit.*, p. 296 e giurisprudenza Trib. Cassino, 12 aprile 1991, in *Vita notarile*, 1991, n. 5/6, p. 1062. Il Tribunale ha negato legittimità alla clausola che prevedeva che la nomina degli amministratori e dei sindaci spettasse agli azionisti di una categoria per i 2/3 dei componenti del consiglio di amministrazione, mentre il rimanente 1/3 dei componenti fosse scelto tra quelli proposti dagli altri azionisti di categoria”. Il Tribunale ha infatti osservato che i “diritti diversi” di cui possono essere fornite speciali categorie di azioni sono *in primis* i diritti cd. patrimoniali, e che solo in connessione con il trattamento di favore ad esse fatto sul piano patrimoniale, è possibile introdurre (anche) una diversa regolamentazione dei diritti cd. amministrativi (o corporativi) che spettano ai loro possessori. Il decreto stabilisce che: “Tutti gli altri diritti dei soci sono sottratti al potere dispositivo dei costituenti, essendo inderogabilmente regolati dalla legge. Sul piano, infine, dell'organizzazione societaria, la quale è anch'essa regolata da norma cogenti, non è ammissibile la creazione di categorie di azioni, che conferiscono ai loro titolari una posizione di preminenza nella vita della società rispetto agli

verrebbe a creare una grave disparità tra soci, seppur portatori di categorie di azioni di “minoranza”, e portatori di strumenti finanziari neanche imputabili a capitale²⁶³.

Con riferimento al secondo punto, la legge richiede che si tratti di persona “indipendente”: tale formulazione dovrebbe essere letta come riferita alla maggioranza assembleare, quella, cioè, che nomina normalmente tutti i componenti dell’organo gestorio o sindacale, in considerazione che la *ratio* della norma sta nel consentire che all’interno dei menzionati organi vi sia chi rappresenti interessi diversi e, tuttavia non più trascurabili²⁶⁴.

Ne discende che gli organi amministrativi nei quali siedano i rappresentanti di tipologie diverse di finanziatori dell’attività sociale potrebbero assumere dimensioni rilevanti e composizione articolata. Sarà allora auspicabile che gli statuti disciplinino altresì la ripartizione interna delle competenze, ed anche la suddivisione tra attribuzioni che spettano collegialmente al consiglio di amministrazione e quelle, invece, demandate ad un più ristretto comitato esecutivo.

altri azionisti. I diritti diversi, di cui possono essere fornite le azioni di speciali categorie, devono intendersi come diritti “diversamente regolati” rispetto a quelli di cui sono dotate le azioni ordinarie, non già (almeno per tutto quanto attiene all’amministrazione in senso lato della società) come diritti addirittura affatto previsti dalla normativa societaria, diritti interferenti con le prerogative degli organi sociali, ovvero incidenti sulla costituzione o composizione degli stessi organi”. anche alla questione se il “diritto diverso” ex art. 2348 c.c. possa consistere, a certe condizioni, nel diritto di nominare uno o più membri del consiglio d’amministrazione o del collegio sindacale, ciò malgrado la frequenza nella pratica di clausole statutarie che attribuiscono ai possessori di categorie speciali di azioni il diritto a designare alcuni tra gli amministratori e i sindaci, la cui nomina verrà fatta dall’assemblea, o il diritto a votare in assemblea limitatamente a un numero di essi.

²⁶³ M. S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti finanziari*, cit., p. 211. L’autore osserva che “chi conferisce “vile” denaro sonante, ma è in minoranza, può restare fuori dal consiglio di amministrazione; mentre chi conferisce opere e servizi può godere della riserva di un componente dell’organo gestorio”.

²⁶⁴ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni*, cit., p. 1299. Altrimenti il concetto di indipendenza rimarrebbe un’affermazione di principio o addirittura un’illusione. L’Autore osserva, inoltre, come il rapporto fiduciario esclusivo tra azionisti ed amministratori sia ormai incrinato dalla rappresentazione nell’organo di gestione di interessi diversi da quelli degli azionisti e talvolta non omogenei.

2.3. L'iter legislativo e il dibattito dottrinale: il voto di lista

La formulazione codicistica nulla dispone in merito alle modalità di nomina dei componenti degli organi di amministrazione e controllo da parte dei portatori di strumenti finanziari. Rimane pertanto da chiarire se la nomina possa avvenire in concorso con i soci, o se i portatori di strumenti finanziari nominano da soli il componente ad essi rimesso.

Sebbene dottrina prevalente sia propensa a sostenere che, come il diritto di voto, il diritto di nomina degli organi sociali debba esercitarsi fuori dall'assemblea ordinaria²⁶⁵, a sostegno della prima ipotesi vi sono ragioni sistematiche, tanto in materia di amministratori che in materia di sindaci, che non ammettono che si possa derogare al principio dell'unitarietà dell'organo assembleare ed escludono la possibilità di votazioni separate²⁶⁶.

In questo caso anche per l'elezione da parte dei portatori di strumenti finanziari troveranno applicazione i meccanismi di nomina - ad esempio, il voto di lista - che consentono la rappresentanza in seno agli organi amministrativi e di controllo delle minoranza azionarie.

Come sopra evidenziato, prima della normazione del voto di lista per la nomina degli amministratori della minoranza nelle società per azioni, dottrina e giurisprudenza hanno assunto posizioni divergenti in merito alla liceità di clausole che riconoscono ad un gruppo di azionisti o alla minoranza, individuata in una percentuale di partecipazione al capitale, il potere di nominare uno o più amministratori.

Precedentemente all'introduzione della legge sulla privatizzazioni (d.l. 31 maggio 1994, n. 332), che ha introdotto una serie di norme volte a tutelare

²⁶⁵ A. GAMBINO, *Spunti diriflessione*, cit., p. 644; M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, cit., p. 551; V. SANTORO, *Art. 2351 c.c.*, cit., p. 125; F. MAGLIULO, *La disciplina statutaria*, cit., p. 36. Cfr. anche Relazione Ministeriale di accompagnamento al d. lgs. 6/03, § 3, p. 4. Inoltre, le norme in materia di nomina dei componenti degli organi di amministrazione e controllo nel modello tradizionale - espressamente previste anche nel sistema dualistico e richiamate per il sistema monistico - accostano la posizione dei portatori di strumenti finanziari a quella dello Stato. Cfr. B. SZEGO, *Finanziare l'innovazione*, cit., p. 18, nt. 54.

²⁶⁶ Per tutti, G. MIGNONE, *Commento sub art. 2351, 5° comma*, cit., p. 337. I portatori di strumenti finanziari avrebbero diritto di ingresso in assemblea limitatamente alla fase dell'elezione.

l'interesse dello Stato, anche mediante previsione del c.d. voto di lista, la liceità della clausola statutaria che prevedeva la nomina di taluni amministratori con il voto di lista era rinvenuto nell'art. 2368 c.c., co. 1, norma che, seppur di amplissima portata, doveva essere interpretata solo nel senso di ammettere l'ammissibilità del voto di lista e non di altri sistemi proporzionali di rappresentanza²⁶⁷. La semplice riserva a minoranza e maggioranza della nomina degli amministratori avrebbe scisso il procedimento in più sub-procedimenti.

Il meccanismo del voto di lista appare di specifico interesse con riferimento alla nomina da parte dei portatori di strumenti finanziari di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco, là dove si ritenesse che il diritto di voto da parte dei predetti soggetti, ancorché a questi sia precluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti, debba essere esercitato in sede di assemblea ordinaria e non già di assemblea speciale.

Vi è allora da chiedersi quale impatto abbia il voto di lista sul concetto di collegialità dell'assemblea e, in particolare, se tale meccanismo di voto per l'elezione del rappresentante dei portatori di strumenti finanziari negli organi di amministrazione e controllo configga con il disposto dell'art. 2346, co. 6, c.c.

La volontà assembleare, pur essendo composta da una pluralità di soci, è unica ed è quella della maggioranza: tale volontà viene individuata durante il procedimento assembleare sulla base delle tendenze e volontà individuali, di tal che la minoranza concorre comunque alla formazione delle deliberazioni assunte²⁶⁸. L'assemblea va perciò interpretata come una figura organizzativa

²⁶⁷ G. LEMME, *Il voto di lista*, cit., p. 370. Diversi meccanismi, quale quello che semplicemente avesse riservato alla minoranza l'elezione di un certo numero di amministratori avrebbero posto il problema della sovranità e unitarietà assembleare.

²⁶⁸ Si trascura, su questo piano teorico, il caso in cui le decisioni vengano assunte, nella pratica, al di fuori della sede assembleare, per cui il procedimento assembleare si riduce in una mera ratifica formale. In questo contesto le minoranze perdono il loro potere di incidere sulla deliberazioni per far emergere il loro potere solo in una fase patologica, quando, cioè, le delibere vengono impugnate.

complessa in cui convergono interessi configgenti che trovano lì la loro composizione ed estrinsecazione esterna²⁶⁹.

Con il voto di lista si realizza, invece, un meccanismo diverso, mediante il quale la delibera di nomina non confluisce, sulla base della dialettica assembleare, in un'unica volontà, ma è frutto di un procedimento complesso nel quale maggioranza e minoranza vedono la propria volontà direttamente riconosciuta nella delibera²⁷⁰. Ci si chiede, allora, se la nomina possa considerarsi separata, in considerazione della predeterminazione del numero di amministratori da eleggere da parte di maggioranza e minoranza²⁷¹.

Le clausole statutarie dovranno essere compatibili con le norme imperative di funzionamento della società, e, in particolare, con l'esclusiva competenza assembleare in materia di nomina degli amministratori, con la necessaria unità del procedimento assembleare e con la libertà di voto dell'azionista. Da un punto di vista sistematico, quindi, il "mito" dell'esclusiva competenza assembleare non è inconciliabile con le clausole che riconoscono alla minoranza il diritto di nominare gli amministratori: in tali casi, infatti, viene solo delimitato il potere della maggioranza²⁷².

Il meccanismo del voto di lista previsto dall'art. 147-ter, t.u.f. appare idoneo, mediante le opportune previsioni statutarie, a consentire la designazione, oltre che dell'amministratore della minoranza, anche del membro indipendente del consiglio di amministrazione nominato dai portatori di strumenti finanziari.

In particolare, il meccanismo del voto di lista consente l'elezione dei componenti l'organo amministrativo sulla base di proposte di nomina elaborate

²⁶⁹ C. COSTA, *Le assemblee speciali*, cit., p. 517.

²⁷⁰ G. LEMME, *Il voto di lista*, cit., p. 382.

²⁷¹ L'Autore risponde in senso negativo in considerazione dell'unicità del contesto temporale ed organizzativo della delibera.

²⁷² G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina*, cit., p. 48. Non sarà, invece, possibile procedere a due votazioni separate o alla nomina in sede di assemblea speciale di categoria. Del pari, non sarà possibile imporre all'assemblea di scegliere un amministratore tra i portatori di azioni di minoranza o attribuire agli stessi il diritto di designare alcuni amministratori che saranno poi eletti in assemblea, in quanto verrebbe ad esistenza un contrasto con il principio della libertà del voto.

dagli azionisti – nel caso di specie, anche da portatori di strumenti finanziari²⁷³ - riunite in liste successivamente votate in assemblea, secondo modalità di calcolo variabili in relazione alle specifiche regole poste dallo statuto sociale.

Nell'ambito delle suddette modalità di voto, il metodo prevalente nella prassi societaria, prevede che la nomina avvenga sulla base di liste contenenti ciascuna un numero di candidati inferiore rispetto al numero di membri da eleggere. In questo modo, dopo la lista di maggioranza, i posti residui saranno ottenuti dalla lista che abbia ottenuto il secondo posto per numero di voti conseguiti (c.d. metodo delle liste bloccate). Una diversa modalità, più adatta a composizioni societarie più complesse ed articolate, prevede la nomina per liste i cui candidati sono contrassegnati da numeri progressivi. In tal modo i voti ottenuti da ciascuna lista sono divisi per il numero progressivo proprio di ciascun candidato, e i quozienti così ottenuti per ogni candidato sono ordinati in un'unica graduatoria decrescente. A questo punto risulteranno eletti i candidati con i quozienti più alti (c.d. sistema proporzionale)²⁷⁴.

Logico corollario di un corretto sistema di voto di lista è che ogni socio debba votare con tutte le sue azioni per una sola lista²⁷⁵.

Parimenti, negli statuti potrebbero essere inserite clausole che dispongano la nomina degli amministratori in ordine progressivo rispetto ai voti ottenuti, prescindendo dal raggiungimento della maggioranza assoluta²⁷⁶.

²⁷³ Non appare necessario, nonostante la quota minima di partecipazione al capitale sociale richiesta per la presentazione delle stesse dalla norma, che siano legittimati a predisporre solo coloro che posseggano una partecipazione diretta al capitale. In proposito si veda M. NOTARI, M. STELLA RICHTER, *Adeguamenti statutari, cit.*, p. 534, là dove si prospetta l'ipotesi che le liste vengano presentate anche dai componenti dell'organo amministrativo uscente.

²⁷⁴ Il metodo prevalente nella prassi societaria prevede una combinazione dei due metodi. P. G. MARCHETTI, P. MAGNANI, *Commento sub art. 148*, in P. G. MARCHETTI, L. A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate, Commentario*, vol. II, Milano, 1999, p. 1665.

²⁷⁵ P. G. MARCHETTI, P. MAGNANI, *Commento sub art. 148, cit.*, p. 1665. Perché il voto di lista possa raggiungere il risultato effettivo di dar voce a gruppi di soci portatori di interessi diversi, deve essere arricchito con il divieto di esprimere il voto per più liste anche solo indirettamente o per interposta persona. Di qui la clausola che in vari statuti appare per cui i soggetti appartenenti ad uno stesso gruppo societario o aderenti ad uno stesso patto parasociale non possono votare per liste diverse. Cfr. anche Cfr. Trib. Roma, 18 marzo 1996, in *Le Società*, 1996, p. 831.

²⁷⁶ La formulazione potrebbe prevedere che: "Sono eletti in ordine progressivo i consiglieri che abbiano ottenuto il maggior numero di voti, sino alla concorrenza del numero di

Posta la necessità che gli statuti determinino i tempi e i luoghi di pubblicazione delle liste di candidati alle cariche sociali, gli stessi dovranno altresì fissare i requisiti di legittimazione in capo ai portatori di strumenti finanziari, in ragione del fatto che per questi non sarà possibile procedere alla valutazione della percentuale di partecipazione al capitale sociale prevista dalla disposizione per la nomina degli amministratori di minoranza.

Sarà pertanto rimessa all'autonomia statutaria la definizione di clausole che legittimino alla presentazione delle liste in caso di azioni senza diritto di voto o prive del diritto di voto nell'assemblea ordinaria di nomina degli amministratori, o che stabiliscano le modalità per il computo delle azioni senza diritto di voto nell'assemblea ordinaria di nomina degli amministratori nell'ambito del capitale sociale su cui conteggiare la soglia minima per la presentazione della lista, ovvero, ancora, le modalità che legittimano i portatori di strumenti finanziari alla presentazione della propria lista di nominativi.

Naturalmente, residuano i casi in cui all'elezione dei membri degli organi di amministrazione e controllo da parte dei portatori di strumenti finanziari dovrà procedersi al di fuori della tecnica del voto di lista, ad esempio nel caso in cui gli strumenti finanziari cui sia riconosciuto il diritto di nomina siano emessi come titoli individuali, e allora necessariamente su proposta di uno o più portatori di strumenti finanziari.

Inoltre, è dubbio il regime della revoca per gli amministratori nominati dai portatori di strumenti finanziari; se la revoca spetti all'assemblea o se possano essere revocati solo dai soggetti che li hanno nominati, omologamente a quanto avviene per gli amministratori nominato dallo Stato o da altri enti pubblici in base all'art. 2449 c. c. Sebbene ragioni di *accountability* suggeriscano l'opportunità che il potere di revoca spetti ai medesimi soggetti ai quali è demandata la nomina, nel silenzio della legge o dello statuto l'assemblea dei soci potrebbe conservare il potere di revoca, purchè sia

componenti da eleggere". G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina*, cit., p. 43. Cfr anche G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 395.

garantita la nomina del sostituto da parte dei titolari degli strumenti finanziari²⁷⁷.

Resta infine salva la facoltà per gli statuti di prevedere l'introduzione della clausole c.d. *simul stabunt simul cadent* al fine di rafforzare la funzione compositoria del consiglio, o di prevedere meccanismi volti alla sostituzione del consigliere cessato.

2.4. Sull'opportunità della nomina da parte dei portatori di strumenti finanziari partecipativi degli amministratori

Parte della dottrina, ha da sempre ritenuto che la nomina di rappresentanti dei contraenti deboli del contratto sociale nell'organo di amministrazione vada incontro ad obiezioni non trascurabili²⁷⁸.

La tutela delle minoranze non potrebbe essere di ostacolo alla stabilità della gestione; "il controllo sulla gestione non può significare continua mediazione tra diverse concezioni di quel che è l'interesse sociale; non può significare assemblearismo"²⁷⁹.

Inoltre, la funzionalità del consiglio di amministrazione confliggerebbe con soluzioni di ampia dialettica interna²⁸⁰, per cui l'organo potrà funzionare meglio se espresso unitariamente dai soci che controllano l'assemblea, con il rischio, nell'ipotesi contraria, che le decisioni vengano prese in riunioni informali dai soli consiglieri di maggioranza da ratificarsi poi nelle sedute ufficiali.

Dall'altra parte, invece, è stato sostenuto che la rappresentanza delle minoranze, nel senso lato del termine, nell'organo amministrativo è "coerente con la finalità di individuare uno strumento di equilibrio e di composizione di

²⁷⁷ Cfr. A. TOFFOLETTO, *Amministrazione e controlli*, in AA. VV., *Diritto delle società, manuale breve*, Milano, 2004, p. 215, F. MAGLIULO, *La disciplina statutaria*, cit., p. 36.

²⁷⁸ P. G. JAEGER, P. G. MARCHETTI, *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 635.

²⁷⁹ P. G. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, I, p. 142.

²⁸⁰ Assonime, *Governo societario e mercato mobiliare*, 23 giugno 1997, dattiloscritto, p. 9

interessi rispetto a gruppi di finanziatori che possono avere filosofie gestionali differenziate”²⁸¹.

La possibilità di riconoscere ai diversi apportanti al contratto sociale un controllo “preventivo” sulla gestione, consentendo loro di partecipare in modo attivo alla gestione, sebbene il codice civile miri ad assicurare lo svolgimento dell’attività sociale, può costituire una condizione ed un motivo soggettivo per partecipare alla società²⁸².

Come è stato opportunamente osservato²⁸³, per valutare correttamente la nomina da parte delle “minoranze” dei consiglieri di amministrazione, occorre chiarire quali siano le funzioni dell’organo di cui il consigliere è componente e, in particolare, analizzare le novità in tema di disciplina e funzionamento del consiglio di amministrazione introdotte dalla riforma che lo caratterizzano rispetto a quello preesistente.

A tale proposito, deve essere valutata la molteplicità di funzioni svolte dall’organo amministrativo nonché la formalizzazione, in presenza di organi articolati, dei diversi momenti di svolgimento delle funzioni. In questa definizione dei rapporti tra i consiglieri, i poteri dell’amministratore, a meno dell’attribuzione ad un singolo membro di particolari cariche, risultano fortemente ridimensionati rispetto alla configurazione degli organi amministrativi precedenti e certamente non si estendono più a comprendere un potere di informazione e controllo illimitato²⁸⁴.

In questo contesto, la simultanea presenza nell’organo amministrativo di rappresentanti di categorie diverse di finanziatori non viene necessariamente

²⁸¹ P. MONTALENTI, *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 720.

²⁸² M. JAVIER JUSTE, *La partecipazione della minoranza nella nomina di amministratori di società per azioni: sulla possibilità di introdurre un sistema proporzionale di elezione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 964. Tale constatazione trae origine altresì dal convincimento diffuso che lo strumento dell’eterotutela pubblicistica non sia sufficiente a garantire l’efficienza e la neutralità del mercato, per cui vengono maggiormente valorizzati strumenti di autotutela diretta per una gestione corretta ed efficace delle imprese.

²⁸³ F. DENOZZA, *L’“amministratore di minoranza” e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 767.

²⁸⁴ F. DENOZZA, *L’“amministratore di minoranza”*, cit., p. 769.

a tradursi in un potenziale disturbo all'attività gestoria²⁸⁵, ma consente lo svolgimento di funzioni diverse, in particolare nei casi in cui vi siano organi delegati, per cui al consiglio nel suo complesso spetta la distinta funzione di sorveglianza e controllo della regolarità della gestione²⁸⁶.

Tuttavia, anche chi accoglie con favore la rappresentanza di soggetti finanziatori diversi dal gruppo di controllo in seno al consiglio di amministrazione non nasconde una certa preoccupazione in relazione, da un lato, al possibile utilizzo di questo strumento per meri motivi di curiosità²⁸⁷, ovvero da parte di concorrenti e potenziali scalatori²⁸⁸ e, dall'altro, alla effettiva possibilità che le specificità che caratterizzano gli assetti proprietari delle società italiane consentano la suddetta polifunzionalità dell'organo amministrativo in vece di un *management* espressione del gruppo di controllo che si autoperpetua.

Senza considerare le ulteriori ipotesi di conflittualità che potrebbero verificarsi ad esempio nel caso di cessazione del rappresentante di detti soggetti, la cui sostituzione avverrebbe verosimilmente con un rappresentante della maggioranza, sia nel caso di cooptazione, sia nel caso di nomina assembleare. Vi è poi il caso che l'assemblea deliberi la revoca del consigliere di minoranza.

Una possibile soluzione potrà essere in questi casi, come sopra evidenziato, la previsione della decadenza automatica dell'intero consiglio di amministrazione²⁸⁹, così da pervenire ad una nuova nomina dell'intero

²⁸⁵ In questo senso, cfr. F. BONELLI, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, *MF*, 13 aprile 2005, p. 13.

²⁸⁶ Per le innovazioni contenute nella riforma si veda V. DI CATALDO, *Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione della minoranza*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 644.

²⁸⁷ P. MONTALENTI, *Corporate governance*, cit., p. 720.

²⁸⁸ S. MICOSI, M. BELCREDI, *Una poltrona per la minoranza*, 11 aprile 2005, dal sito www.lavoce.info.

²⁸⁹ C.d. clausola *simul stabunt simul cadent*.

consiglio secondo le regole stabilite a garanzia della rappresentatività dei diversi portatori di interessi²⁹⁰.

In primo luogo, si presuppone che i sottoscrittori di strumenti finanziari siano qualificabili come soggetti comunque diversi dal gruppo di soci che, di diritto o di fatto, detiene la maggioranza in assemblea.

Inoltre, nella categoria di “sottoscrittore di strumenti finanziari” confluiscono sia il risparmiatore, inteso come investitore istituzionalmente disinteressato alla gestione e meritevole, perciò, di protezione sul terreno della disciplina del mercato mobiliare, sia il l’apportante non disinteressato, ma estraniato dalla gestione da parte dei gruppi di comando, bisognoso, perciò, di strumenti di tutela endosocietaria²⁹¹.

Da qui l’esigenza di definire quali apportanti, ed eventualmente sotto quali condizioni, possono partecipare alla nomina dell’organo amministrativo; occorre valutare quali soggetti siano compresi nel novero dei titolari di strumenti finanziari partecipativi affinché il voto di lista, o comunque i meccanismi per l’elezione dei rappresentanti nell’organo di gestione, non crei inefficienze o stalli operativi.

Potrebbe, in proposito, ipotizzarsi la legittimazione alla presentazione delle liste a soggetti qualificati, quali gli intermediari finanziari.

Appare comunque opportuno ribadire che se da un lato la struttura dell’organo amministrativo delineata dalla riforma consente la simultanea presenza nel consiglio di amministratori nominati da diverse categorie di *shareholder*, dall’altro potrebbe emergere conflittualità negli interessi perseguiti là dove l’amministratore nominato persegue l’interesse settoriale di una classe di soggetti diverso da quello dell’insieme dei soci²⁹².

²⁹⁰ La prassi societaria, in materia di integrazione del collegio sindacale, ha previsto clausole di questo tipo: “Nel caso occorra procedere alla sostituzione del sindaco tratto dalla lista seconda per maggior numero di voti, sono proposti alla carica il sindaco effettivo e supplente non eletti elencati nella medesima lista, e risulta eletto chi ottiene il maggior numero di voti.” P. G. MARCHETTI, P. MAGNANI, *Commento sub art. 148, cit.*, p. 1669.

²⁹¹ P. MONTALENTI, *Corporate governance, cit.*, p. 719.

²⁹² Ciò anche nel caso in cui il consigliere sia espressione di soggetti qualificati quali, come sopra considerato, gli investitori istituzionali; la rappresentanza infatti di questi ultimi in

Tali constatazioni non disincentivano di per sé alla nomina di rappresentanti di terzi soggetti finanziatori negli organi di amministrazione e controllo, se si tiene in considerazione, di là dal dibattito sulla contrapposizione degli interessi degli *shareholder* e degli *stakeholder*, che anche tra gli stessi soci vi sono interessi in conflitto legati alle diverse preferenze, aspettative e capacità che ciascun tipo di soci possiede²⁹³.

2.5. La nozione di “indipendenza”

Oltre alle previsioni relative all'amministratore della minoranza, la c.d. legge sul risparmio dispone in merito all'amministratore indipendente.

In proposito, l'art. 147-ter, co. 4, t.u.f. prevede che nei consigli di amministrazione delle società quotate formati da più di sette membri almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza previsti per i sindaci di società quotate (art. 148, co. 3, t.u.f.).

In tema di amministratori indipendenti, inoltre, sono in corso numerosi interventi normativi, oltre alla citata c.d. legge sul risparmio; in particolare, si rilevano, con riferimento alla disciplina delle società quotate in mercati regolamentari, la seconda revisione del Codice di autodisciplina delle società quotate e la Raccomandazione della Commissione europea del 15 febbraio 2005, relativa al ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate e sui consigli di amministrazione.

Il nostro ordinamento conosce diversi “tipi” di nozioni di “indipendenza”: la definizione di indipendenza fornita dal Codice Preda (a dagli altri codici di autoregolamentazione), che a mente dell'art. 2387, co. 1, c.c. può essere assunta quale condizione per l'assunzione della carica di amministratore indipendente²⁹⁴, la nozione codicistica²⁹⁵ che fa riferimento ai

consiglio potrebbe essere orientata, tra le varie ipotesi, ad una visione di breve termine in contrasto con la prospettiva di lungo periodo degli azionisti di controllo.

²⁹³ F. DENOZZA, *L'“amministratore di minoranza”*, cit., p. 772.

²⁹⁴ L'articolo recita: “Lo statuto può subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza,

requisiti di indipendenza dei sindaci di cui all'art. 2409-*septiesdecies* c.c., obbligatoria per almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione nel modello monistico, nonché la nozione di indipendenza relativa agli amministratori nominati dai portatori di strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2351, co. 5, c.c.

Tuttavia, la definizione di “indipendenza” applicabile al consigliere nominato dai possessori di strumenti finanziari non viene definita dal legislatore, ragione per cui o si ritiene che tale nozione si traduca nel possesso dei requisiti di indipendenza previsti per i sindaci, come per i componenti del consiglio di amministrazione del modello monistico di cui all'art. 2409-*septiesdecies* c.c., che rinvia all'art. 2399 c.c.²⁹⁶, oppure il riferimento all'indipendenza deve essere interpretato in negativo, unicamente quale estraneità ad attività gestorie e quindi in sostanza a qualcosa di molto prossimo ad un amministratore non esecutivo.

Là dove si ritenesse la norma atta a configurare l'applicabilità della definizione codicistica, appare opportuno precisare che la nozione di indipendenza dovrebbe essere interpretata non solo con riferimento alla società e al *management*, ma anche rispetto agli azionisti di maggioranza, poiché la *ratio* della norma sarebbe di consentire che all'interno degli organi di amministrazione e controllo vi sia chi rappresenti interessi altri²⁹⁷. In questo

anche con riferimento ai requisiti al riguardo previsti dai codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione dei mercati regolamentati”.

²⁹⁵ In proposito cfr. R. LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in G. SCOGNAMIGLIO (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003, p. 135 e P. VALENSISE, *Commento all'articolo 2409-septiesdecies*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, cit., p. 729, e M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 853.

²⁹⁶ La nozione di indipendenza è data dal legislatore italiano, nonostante le indicazioni fornite dagli *OECD Principles of Corporate Governance*, in negativo, specificando alcuni requisiti che presumono la non indipendenza. Il legislatore italiano ha inoltre ritenuto bastevole a garantire l'efficacia del modello la previsione di requisiti astratti di indipendenza nei confronti degli amministratori e non anche in quelli del socio di maggioranza persona fisica. G. PRESTI, F. F. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, p. 112.

²⁹⁷ Azionisti di minoranza, obbligazionisti, portatori di strumenti finanziari, etc. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni*, cit., p. 1299. L'indipendenza rispetto a chi nomina rimarrebbe un'affermazione di principio. L'efficacia dell'istituto è subordinata ad una nozione di indipendenza non dal *management*, ma dagli azionisti. Cfr. R. J. GILSON, R. KRAAKMAN,

senso, allora, la nozione di indipendenza sarebbe derivazione della più restrittiva nozione di indipendenza contenuta nel Codice di Autodisciplina²⁹⁸ alla quale, in forza del disposto dell'art. 2387 c. c., lo statuto potrà subordinare l'assunzione della carica di amministratore.

Posto che la dottrina è unanime nel ritenere che agli amministratori indipendenti spettino unicamente compiti di controllo e non anche gestori²⁹⁹, appare preferibile l'interpretazione³⁰⁰ della nozione di "indipendente" quale sinonimo di "non esecutivo": l'amministratore nominato dai portatori di strumenti finanziari non potrà pertanto far parte del comitato esecutivo, ricevere deleghe individuali, né essere un dipendente della società³⁰¹.

Da ultimo, mette conto rilevare che nel caso di società quotate nulla vieta che l'amministratore indipendente nominato ai sensi dell'art. 147-ter, co. 4, t.u.f. coincida con il componente indipendente del consiglio di amministrazione eventualmente nominato dai portatori di strumenti finanziari³⁰².

Reinventing the outside director: an agenda for institutional investors, in *Stanford Law Review*, 43 (1991), p. 863.

²⁹⁸ Il quale prevede, all'art. 3.1, lett. a), che sono indipendenti gli amministratori non esecutivi che non intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, né hanno recentemente intrattenuto, relazioni economiche con la società, con le sue controllate, con gli amministratori esecutivi, con l'azionista o gruppo di azionisti che controllano la società, di rilevanza tale da condizionare l'autonomia di giudizio.

²⁹⁹ Fra gli altri si veda, F. A. GRISSINI, *C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?*, in *Mercato concorrenza regole*, 2004, p. 436, secondo il quale "il legislatore concepisce l'indipendenza come necessaria solo da parte di chi svolge funzioni di controllo nei riguardi dei gestori".

³⁰⁰ M. STELLA RICHTER JR., *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca impresa società*, 2005, n. 2, p. 165. Sebbene l'Autore postuli che gli amministratori eletti dai portatori di strumenti finanziari siano nominati in contesti extra-assembleari.

³⁰¹ M. NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria*, cit., p. 7 e U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nelle società per azioni*, in "Studi e materiali" del Consiglio nazionale del notariato, 2005/I, p. 389.

³⁰² In proposito cfr. M. NOTARI, M. STELLA RICHTER, *Adeguamenti statutari*, cit., p. 536.

2.6. Poteri di gestione e poteri di controllo

Pur senza approfondire lo studio dei costi di transazione³⁰³, l'opportunità di affidare a strumenti endo-societari la tutela dei finanziatori mediante previsioni legali o statutarie, dipende da valutazioni di efficienza complessiva.

L'intervento regolatorio sarà auspicabile nel caso in cui la legge o lo statuto garantiscano un sistema di tutela più efficiente di quello che le parti possono negoziare di volta in volta: là dove, cioè, siano identificabili modifiche sul piano della *corporate governance* capaci di reagire allo *shareholder opportunism* cosicché azionisti e creditori beneficino congiuntamente della riduzione del costo di raccolta del debito³⁰⁴.

³⁰³ O. E. WILLIAMSON, *Corporate governance*, in *The economic institutions of capitalism*, New York, 1985, p. 300. Il quale sostiene che la società debba tutelare gli interessi di tutti coloro che contribuiscono all'attività d'impresa, ivi compresi i lavoratori e i creditori, in considerazione dell'imperfezione del paradigma di contrattazione completa. In particolare, diverse strutture di *governance* devono essere apprestate a seconda della tipologia di investimento che la società acquisisce. Si supponga che una società possa acquisire un bene o un servizio scegliendo fra due diverse tecnologie, l'una polivalente, l'altra specifica. Quest'ultima richiede un investimento maggiore in risorse durevoli ed è più efficiente. Indicando con k la misura delle risorse specifiche dell'investimento (ove $k=0$, se le transazioni hanno ad oggetto un investimento "generico", e $k>0$, se vi è un investimento specifico) e dato s , indicatore delle salvaguardie atte a proteggere gli investimenti – che possono consistere nel riallineare gli incentivi, il che comporta solitamente qualche tipo di indennizzo per la risoluzione del rapporto, in strutture di *governance* volte a comporre gli eventuali conflitti, e regolarità degli scambi che garantiscano la continuità -, tre sono i possibili scenari:

a) Le transazioni che sono efficacemente sostenute da risorse polivalenti e non necessitano di strutture protettive di governo; la contrattazione puntuale di mercato è sufficiente.

b) Transazioni che comportano significativi investimenti specifici che non godono di alcuna salvaguardia e che l'impresa acquista al prezzo p . Queste transazioni sono suscettibili di instabilità sotto il profilo contrattuale.

c) Transazioni che comportano significativi investimenti specifici che incorporano salvaguardie e che sono protette dai rischi di esproprio e che saranno perciò acquisibili dall'impresa ad un prezzo p_2 inferiore a p_1 .

L'applicazione dello schema contrattuale ai creditori finanziari non presenta profili di criticità: i finanziatori di breve periodo non richiedono tutele aggiuntive in caso di equilibrio finanziario dell'impresa, mentre i finanziatori a lungo termine sono generalmente tutelati da *collaterals* e diritti di prelazione sugli *assets* della società (scenario c). Una situazione più complessa si realizza nel caso di società che fanno ampio ricorso al capitale di debito, in quanto il rischio sostenuto dai creditori è assimilabile a quello degli azionisti.

³⁰⁴ La riduzione della possibilità di scelte opportunistiche comporta una diminuzione del rischio atteso per il debito e correlativamente una diminuzione dei costi di finanziamento per le imprese. AA. VV., *The anatomy of corporate law, a comparative and functional approach*, Oxford, 2004, p. 72.

L'analisi economica del diritto mostra come l'allocazione del diritto di voto sia il meccanismo ultimo di controllo della relazione rischio/potere e come solo gli azionisti in quanto *residual claimants* abbiano incentivo adeguato al monitoraggio del *management*³⁰⁵, e che per questo motivo a essi, e solo a essi, spetti il potere di nominare gli amministratori e di controllare la gestione sociale: solo chi sopporta il rischio residuale può avere il diritto di prendere tutte le decisioni non altrimenti previste dal contratto, o di delegarle, nominando gli amministratori e attribuendo loro poteri discrezionali su argomenti che altrimenti potrebbe controllare di persona (c.d. potere residuale), perché la sopportazione del rischio derivante da eventuali scelte di gestione sbagliate è garanzia di scelte meditate e incentivo al monitoraggio delle scelte degli amministratori. In questo senso, è implicito il corollario che la massimizzazione dell'utile per gli azionisti equivale alla massimizzazione del valore della società.

Questa ricostruzione dogmatica, ispirata a insegnamenti neoclassici, indica un criterio di massima circa l'allocazione del potere entro l'organizzazione imprenditoriale, ma non sembra potersi spingere fino al punto di imporre scelte regolatorie imperative³⁰⁶. L'opportunità di attribuire ad alcuni finanziatori, ancorché non soci, poteri di intervento nella gestione sociale o di monitoraggio, è determinata dalle caratteristiche dell'investimento e dall'incidenza sui costi di raccolta³⁰⁷.

³⁰⁵ Per tutti, F. H. EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *L'economia delle società per azioni*, cit., p. 83; O. E. WILLIAMSON, *Corporate governance*, in *Yale Law Journal*, 93 (1984), p. 1211.

³⁰⁶ M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 119, il quali individua talune imperfezioni del modello tradizionale. In primo luogo, l'estensione alla proprietà azionaria di un'idea di proprietà eccessivamente ampia rispetto al reale contenuto dei diritti inerenti alla partecipazione sociale e l'attribuzione alla fattispecie azionaria di poteri ulteriori rispetto a quelli che concretamente essa attribuisce al socio. In seconda istanza, la descrizione del socio quale unico soggetto che corre il rischio residuale per l'insuccesso dell'iniziativa, omettendo di considerare che la responsabilità limitata trasferisce parte del rischio residuale sui creditori e su altri soggetti e che alcuni rischi e guadagni residuali prodotti dall'attività di gruppo sono condivisi con altri soggetti interessati. Infine, il mancato riconoscimento della possibilità di graduare tanto il voto, quanto il rischio, circostanza che la legge e la prassi rendono possibile all'interno delle diverse categorie di soci.

³⁰⁷ W. A. KLEIN, *The modern business organization*, cit., p. 1521. Il rischio residuale e il controllo dell'attività non necessariamente devono essere in capo ai medesimi soggetti, ma

La nozione di “controllo” ricomprende due diverse modalità di esercizio: da una parte, il controllo positivo, ossia la partecipazione attiva ai processi decisionali, dall’altra il controllo negativo, esercitato mediante attività di monitoraggio e capacità sanzionatoria³⁰⁸. La contrattazione sul controllo assume rilevanza diversa a seconda delle pressioni del mercato, nonché delle preferenze dei singoli partecipanti al contratto sociale³⁰⁹. Se i creditori, in quanto *fixed claimants*, di là dallo strumento contrattuale, possono utilmente esercitare nei confronti della società debitrice attività di monitoraggio, ad esempio sui dati finanziari e contabili, meno conveniente risulta un’ingerenza diretta nei processi decisionali e gestionali dell’attività sociale. La natura fissa del ritorno dell’investimento determina che il creditore non potrà beneficiare degli eventuali ulteriori utili generati dall’impresa e non sarà incentivato a migliorare la *performance* della società. In caso di diversificazione dell’investimento, il coinvolgimento diretto nella gestione delle diverse realtà finanziate risulta estremamente dispendioso sia in termini di risorse che di tempo³¹⁰. Dinamiche diverse emergono, di là dal caso di tensione finanziaria della società, nell’ipotesi in cui la pretesa del finanziatore non sia determinata e costante, ma dipenda direttamente dai risultati dell’attività d’impresa.

A riguardo, il legislatore della riforma ha riconosciuto ai portatori di strumenti finanziari il diritto di voto su argomenti specificamente indicati e, in particolare, la nomina di un componente dell’organo gestorio o di controllo.

vengono allocati differentemente nelle singole contrattazioni con le quali ogni individuo determina le forme di partecipazione all’impresa. Cfr. anche G. M. GULATI, W. A. KLEIN, E. M. ZOLT, *Connected contracts*, in *UCLA Law Review*, 47 (2000), p. 894: “..there is no natural allocation of control to equity investors”.

³⁰⁸ G. M. GULATI, W. A. KLEIN, E. M. ZOLT, *Connected contracts*, *cit.*, p. 920. Il controllo positivo include il diritto d’iniziativa, l’approvazione e il veto. La contrattazione sul controllo c.d. positivo può essere formale o informale. Il controllo c.d. negativo può essere esercitato mediante una combinazione di monitoraggio e sanzioni *ex post* o divieti *ex ante*. Tipicamente divieti espressi ad intraprendere determinate azioni sono contenuti nei contratti degli obbligazionisti, c.d. *covenants*. In alcune occasioni il controllo negativo può diventare un controllo attivo: quando, ad esempio, il contratto di prestito preveda che, nel caso in cui i profitti non raggiungessero un determinato *benchmark*, il creditore abbia diritto a sedere nel consiglio di amministrazione.

³⁰⁹ Negli investimenti del *venture capital*, ad esempio, il controllo assume grande rilevanza e il tradizionale confine tra *debt* e *equity* si sposta nel momento in cui i portatori di strumenti di debito negoziano per il controllo.

³¹⁰ B. CHEFFINS, *Company law*, *cit.*, p. 76.

Tuttavia, se è stato riconosciuto ai titolari di strumenti ibridi un diritto di controllo, rimettendo, poi, all'autonomia statutaria la scelta di attribuire poteri di ingerenza forti o deboli, tale previsione non prende in considerazione la pretesa patrimoniale degli strumenti.

Parrebbe senz'altro ragionevole ipotizzare che il diritto di voto sia attribuito ai portatori di strumenti finanziari titolari di pretese, ancorché non residuali, paramtrate ai risultati sociali, anche se il medesimo diritto potrebbe - e tale eventualità sarebbe forse priva di coerenza con la disciplina delle obbligazioni e con il sistema di tutele ai creditori - essere attribuito anche ai possessori di strumenti finanziari che riconoscano il diritto patrimoniale al rimborso di quanto apportato nella società, e il pagamento di un interesse fisso e preordinato.

Nel prevedere l'attribuzione agli strumenti finanziari di diritti amministrativi, eccezion fatta per il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, il legislatore non ha consentito che tali strumenti, ancorché partecipativi, potessero azionare tutti i diritti riconosciuti ai soci, in omaggio a quel che rimane nel diritto societario del principio della correlazione tra rischio e potere; in senso affatto diverso, il riconoscimento del diritto di nomina di un componente dell'organo di gestione o di controllo consentirebbe all'autonomia statutaria di superare i limiti imposti da tale principio³¹¹. Ci si è chiesti in che misura le pretese degli strumenti finanziari si differenzino, e debbano differenziarsi, da quelle delle azioni e se, nel momento in cui i titoli possono partecipare agli utili e alle perdite - là dove la remunerazione sia in funzione dei risultati aziendali e l'apporto risulti non soggetto ad alcun obbligo di restituzione -, debba necessariamente esservi un grado di priorità di questi strumenti rispetto all'ultima delle categorie di azioni postergate nelle perdite. Secondo Lamandini:

³¹¹ D. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto, cit.*, p. 59. Questioni di convenienza economica e di appetibilità sul mercato hanno indotto il legislatore a prevedere espressamente - la nomina di un componente degli organi sociali - ciò che precedentemente si poteva considerare possibile, in via statutaria, per gli obbligazionisti.

“Coerenza di sistema forse lo richiederebbe, nella misura in cui si enfatizzasse il ruolo ordinamentale del principio di correlazione di potere e rischio e si potesse assumere che, sotto il profilo del governo, l’ultima delle categorie di azioni ha maggiori diritti amministrativi della prima delle categorie di titoli partecipativi. Senonchè non è questo necessariamente il caso, perché possono aversi azioni senza voto e strumenti partecipativi con diritti amministrativi”³¹².

Il legislatore consente una graduazione dei diritti amministrativi indipendente dalla graduazione dei diritti patrimoniali, ma la circostanza che sia stata vietata l’attribuzione del diritto di voto generale e che ai possessori di questi strumenti possa spettare solo il diritto di nomina extra-assembleare di un amministratore “indipendente” sta a significare che si è inteso vietare che il governo della società possa essere attribuito, per via statutaria, ai possessori di questi strumenti.

Ai possessori di strumenti finanziari può essere attribuito un potere di controllo, anche attraverso un componente del consiglio e un potere di veto su specifici argomenti, ma non è possibile attribuire agli stessi un ruolo attivo di governo³¹³. Resta, tuttavia, nella prospettiva di analisi economica del diritto, l’incongruità di una simile regola nella misura in cui essa non si accompagna ad una differenziazione anche sul piano patrimoniale delle pretese, idonea ad imporre agli azionisti di governo il ruolo di unici *residual claimants*³¹⁴.

³¹² M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale, cit.*, p. 535. Secondo l’autore il principio ordinamentale di correlazione potere e rischio è idoneo solo a fondare una regola, corrispondente a quanto previsto nel codice svizzero delle obbligazioni, secondo cui “gli statuti non possono collocare i titoli di partecipazione, nella scala dei diritti di preferenza sugli utili e al supero netto di liquidazione, in posizione peggiore degli azionisti”.

³¹³ E ciò con la conseguenza ulteriore che non sarà consentito allo statuto e all’autonomia contrattuale di articolare l’emissione di tante e tali categorie di titoli partecipativi con diritti amministrativi in modo che la somma degli amministratori indipendenti costituisca la maggioranza del consiglio.

³¹⁴ M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale, cit.*, p. 536. Si confronti anche il primo rapporto, redatto in data 10 gennaio 2002, dal gruppo di esperti nominato dalla Commissione europea il quale raccomanda con forza di recepire il c.d. principio di proporzionalità tra rischio sopportato e potere di controllo dell’impresa, onde solo i possessori di azioni ordinarie – aventi cioè diritto pieno sul risultato conseguito *going e dying concern* – hanno titolo a gestire la società.

In questo contesto, non manca chi³¹⁵ osteggia l'attribuzione del diritto di voto su questioni qualificanti ai portatori di titoli non azionari, ancorché titolari di una pretesa di lunga o lunghissima durata, nella convinzione che presupposto indefettibile per l'attribuzione del diritto di voto sia la soggezione a quel peculiare rischio finanziario di grado superiore definito come "rischio di capitale"³¹⁶. La nomina di amministratori "attivi" da parte di soggetti giuridicamente esterni alla compagine sociale potrebbe concludersi nella qualificazione dei finanziatori come "soci di fatto" e nella degradazione del loro capitale a capitale di rischio "di ultima istanza"³¹⁷.

L'introduzione del riferimento alla "nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del comitato di sorveglianza o di un sindaco" da parte di soggetti diversi dai soci è intervenuta a riconoscere a finanziatori non soci il diritto di nominare membri sia degli organismi di controllo, sia degli organi amministrativi, nella veste di amministratori indipendenti. Le giustificazioni di tale scelta risiedono nell'esigenza di fornire a coloro che apportano in finanziamento "esterno" strumenti di controllo e di

³¹⁵ N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, p. 150 e G. FERRI JR., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, cit., p. 128, Sull'inefficienza dell'attribuzione di diritti di voto ai creditori, cfr. B. CHEFFINS, *Company law*, cit., p. 75, e F. H. EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *L'economia delle società*, cit., p. 83, secondo i quali tutti i soggetti diversi dagli azionisti mancano degli incentivi appropriati per prendere decisioni discrezionali.

³¹⁶ Un superamento di tale prospettiva può essere opportuno solo quando la società divenga insolvente e la posizione dei creditori si trasformi da passiva in prioritaria, giustificando un loro coinvolgimento nella gestione dell'attività di conservazione e di liquidazione.

³¹⁷ G. MIGNONE, *Commento sub art. 2351, 5° comma*, cit., p. 332. Il quale fa presente come in tale eventualità vengano a crearsi anche problemi di chiarezza nei rapporti di mercato. Nello stesso senso vedi anche A. PACIELLO, *La struttura finanziaria*, cit., p. 168 e G. FERRI JR., *Finanziamento dell'impresa*, cit., p. 124. Il riconoscimento di poteri di gestione, diretta o indiretta, può comportare che la postergazione del credito giunga all'integrale assoggettamento alla disciplina partecipativa in forza del principio di effettività, onde non è il *nomen* a qualificare il negozio bensì le condizioni volute dalle parti. In senso contrario, invece, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 139, secondo il quale la nomina di uno o più amministratori indipendenti non realizza una situazione di per sé di controllo, neanche congiunto. La giurisprudenza statunitense ritiene che la dottrina della subordinazione in via equitativa dei crediti dei finanziatori che si siano ingeriti nella gestione sociale non possa limitare il diritto dei creditori di adottare le misure legittime al fine di monitorare l'attività del debitore e di assicurare il pagamento del debito. Per aversi subordinazione equitativa occorre qualcosa di più rispetto alle operazioni di monitoraggio o la formulazione di suggerimenti al *management*.

intervento in particolari situazioni, tali da proteggere il loro investimento di più di quanto non facciano le pattuizioni di garanzia connesse al contratto³¹⁸, nonché di attribuire efficacia reale ai *covenants* previsti dal contratto di finanziamento superando problemi di opacità e asimmetria informativa a beneficio del mercato³¹⁹.

Nonostante il dato letterale sembri consentire la nomina di un amministratore dotato di poteri gestori³²⁰ - ragione per cui sarebbe possibile ipotizzare l'attribuzione agli amministratori così nominati di deleghe esecutive -, un'interpretazione ragionevole e sistematica dell'art. 2351, co., 5, c. c. e dell'espressione "componente indipendente del consiglio di amministrazione" potrebbe essere nel senso, già analizzato, di "membro non coinvolto nella gestione", e cioè di amministratori non esecutivi³²¹. Gli amministratori così nominati svolgerebbero funzioni di controllo, in particolare per quanto attiene all'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, i piani

³¹⁸ In determinate situazioni, tipicamente quelle in cui il debito è di lunga durata e la remunerazione del capitale è in varia misura collegata ai risultati economici dell'impresa, per cui non vi è da temere un'influenza dei creditori sul *management* per imporre scelte di *quiet life* e di breve periodo, l'attribuzione del potere di nomina garantisce ai creditori un adeguato monitoraggio non pregiudizievole dell'interesse sociale. Cfr. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria, cit.*, p. 133. Secondo l'Autore potrebbero essere previsti correttivi a garanzia di comportamenti opportunistici del ceto creditorio, quali la responsabilità, sulla falsariga della dottrina dell'amministratore di fatto applicata al finanziatore, per l'ipotesi di esercizio di poteri di influenza eccedenti quelli ordinari dell'amministratore indipendente, o la limitazione dei poteri di nomina a favore di soli creditori subordinati.

³¹⁹ M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria, cit.*, p. 140.

³²⁰ Tale interpretazione è resa possibile dall'estrema laconicità dell'art. 2351 c. c., ultimo comma, nonché dal richiamo, di difficile collocazione sistematica, operato dall'art. 2409-novies c. c. che prevede che la nomina dei componenti del consiglio di gestione spetti al consiglio di sorveglianza salvo quanto disposto dall'art. 2351 c. c. Un'interpretazione equilibrata della norma potrebbe essere di prevedere che i portatori di strumenti finanziari nominino un componente indipendente del consiglio di gestione, parallelamente a quanto è consentito nel modello tradizionale, al quale non siano comunque delegate attribuzioni gestorie e che svolga all'interno attività di monitoraggio. In senso contrario, G. MIGNONE, *Commento sub art. 2351, 5° comma, cit.*, p. 334, secondo il quale la struttura sintattica del quinto comma, laddove pone i tre soggetti eleggibili da parte dei portatori di strumenti finanziari in una progressione, sembra richiamare gli organi demandati al controllo nei tre sistemi di amministrazione, nonostante il rilievo che se la legge avesse voluto alludere ai membri del "comitato di controllo interno" avrebbe usato più propriamente questa denominazione.

³²¹ La nomina di componenti non esecutivi del consiglio di amministrazione privi di deleghe consente, anche in ragione delle novità introdotte dalla riforma in tema di funzionamento del consiglio di amministrazione e della distinzione tra i compiti degli amministratori esecutivi e non esecutivi - cui consegue una attenuazione della responsabilità gestionale dei secondi -, di ridurre il rischio che gli stessi siano ritenuti responsabili in caso di fallimento. Cfr. B. SZEGO, *Finanziare l'innovazione, cit.*, p. 19, nt. 56 e 57.

strategici, industriali e finanziari, e ricevessero informazioni periodiche dai delegati sulla evoluzione della gestione sulle operazioni di maggior rilievo effettuate dalla società e dalle sue controllate³²². Ciò, anche in maniera coerente con quanto previsto in relazione alla fattispecie dell'associazione in partecipazione, ancorché caratterizzata in termini di prestazione di capitale di rischio: all'associato vengono riconosciuti, infatti, soltanto poteri di controllo sull'impresa o sull'affare al quale il contratto si riferisce³²³.

La dottrina maggioritaria³²⁴ è concorde nel ritenere che gli amministratori eventualmente nominati dai titolari di strumenti finanziari non sarebbero chiamati a gestire l'attività imprenditoriale, ma a svolgere attività di monitoraggio e di informazione: l'alto grado di rischio della remunerazione o anche del rimborso dell'investimento legittima l'attribuzione - eventualmente condizionata in funzione dell'andamento della gestione sociale³²⁵ - di poteri di controllo "deboli"³²⁶

2.7. Composizione del cda e doveri fiduciari

L'ampia libertà riconosciuta all'autonomia statutaria in merito a quali strumenti finanziari utilizzare, nonché a come graduare e modulare i diritti

³²² Cfr. art. 2381, co., 3 e 5, c. c. Ancorché si dubiti se l'internalizzazione dei controlli in seno agli organi amministrativi non costituisca un'inutile duplicazione di strumenti di controllo esterni già esistenti e ai quali è già richiesto di operare in condizioni di autonomia e indipendenza. La differenza può consistere nella potenziale capacità degli amministratori non esecutivi di incidere sul merito delle scelte gestionali e di indirizzare le scelte strategiche, anche al fine di evitare l'adozione di decisioni lesive nei confronti del finanziatore. Cfr. A. PERICU, *Il ruolo degli amministratori indipendenti nei paesi dell'Europa continentale*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, p. 122.

³²³ G. FERRI JR., *Finanziamento dell'impresa*, cit., p. 129.

³²⁴ U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., p. 1097; M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 126.

³²⁵ Cfr. B. SZEGO, *Finanziare l'innovazione*, cit., p. 9, la quale ipotizza, in materia di *venture capital*, che la facoltà di nomina spetti in caso di scenari sfavorevoli, ad esempio, il mancato di determinati *benchmark* reddituali.

³²⁶ In questo senso, la nomina di componenti indipendenti del consiglio di amministrazione ai quali compete lo svolgimento di attività di monitoraggio garantirebbe ai finanziatori tutela contro le espropriazioni, ma non assicurerebbe la scelta dei migliori *managers* e la gestione ottimale della società. Tali poteri di controllo potrebbero essere attribuiti anche mediante riconoscimento di diritti amministrativi c.d. minori ulteriori rispetto al diritto di nomina o di assenso sulle nomine dei componenti del consiglio di amministrazione.

patrimoniali e amministrativi spettanti, impone alla società di decidere se e come attuare una struttura finanziaria complessa nella consapevolezza che ciò richiede una riflessione in termini non solo di *corporate finance*, ma anche di *corporate governance*. Ci si chiede se esista una struttura finanziaria e di governo ottimale³²⁷ e come si connota il dovere degli amministratori di perseguire l'interesse sociale in una società per azioni a struttura finanziaria complessa, a prescindere dal fatto che il nuovo diritto societario abbia confermato la regola secondo la quale solo agli azionisti spetta il diritto di governare l'attività sociale³²⁸.

Gli studi di finanza aziendale mostrano che in presenza di asimmetrie informative assumono rilevanza le decisioni di finanziamento e può esistere una struttura finanziaria ottima, tale, cioè, da minimizzare i costi di agenzia e con questi il costo medio ponderato del capitale. I conflitti di interesse possono caratterizzare sia il finanziamento azionario, sia quello creditizio, ancorché la possibilità di modellare le clausole del contratto di credito e soprattutto la protezione insita nella remunerazione fissa favoriscono il ricorso a tale fonte di finanziamento, almeno fino a che non è raggiunta la soglia di pericolo oltre la quale i problemi di agenzia del debito³²⁹ e il rischio di fallimento diventano rilevanti. Alcune evidenze empiriche sembrano indicare una preferenza per l'autofinanziamento e, tra le fonti esterne, per il debito rispetto agli strumenti

³²⁷ E se in attuazione del principio di correlazione potere/rischio sia opportuno vincolare il rapporto tra azioni a voto pieno e altri finanziamenti di capitale e di debito. In senso negativo, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria, cit.*, p. 159, il quale ritiene che parametrare l'ammontare del prestito al capitale, o più opportunamente ai mezzi propri, non costituisce garanzia per i creditori, atteso che livelli superiori di *leverage* possono assicurare la stessa garanzia, anche in ragione del fatto che i vincoli legali non fissano un rapporto generale tra debito e mezzi propri, ma solo un rapporto tra capitale e una particolare forma di debito. L'autore suggerisce un confronto in proposito con il modello americano ove non si riscontra un limite quantitativo *ex ante* al *leverage*, ma il rapporto è rimesso alla valutazione del mercato e al controllo giudiziario *ex post* (atteso che un rapporto squilibrato può condurre alla riquilificazione del debito).

³²⁸ Si consideri il limite quantitativo all'emissione di azioni prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato, il divieto di emettere azioni a voto plurimo, e il vincolo all'autonomia statutaria di non riconoscere agli strumenti finanziari la panoplia di diritti amministrativi spettanti alle azioni. U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria, cit.*, p. 1099.

³²⁹ La misura e la variabilità dei costi di agenzia connessi alle diverse fonti dipendono dalla struttura e dall'efficienza dei mercati in cui l'impresa opera, nonché dalla conformazione del diritto societario.

ibridi e alle azioni³³⁰. La presenza dei costi del *financial distress* può controbilanciare i vantaggi del debito connessi a fattori fiscali e ai costi di agenzia e rappresenta una delle ragioni teoriche più forti a sostegno della possibile ottimalità di una struttura finanziaria “intermedia”³³¹.

In una struttura finanziaria complessa emerge, da un lato, la necessità che almeno una categoria di fattori produttivi sia remunerata come conseguenza diretta dei risultati dell’attività - e quindi soltanto dopo che gli altri abbiano conseguito la propria -³³², dall’altro, l’opportunità di attribuire il diritto di voto pieno, almeno in via tendenziale, ad una sola categoria di azionisti³³³.

Le due proposizioni trovano momento unificante nel fatto che “i diritti di voto vadano a qualsiasi gruppo sia al momento titolare delle pretese sul residuo”³³⁴. Soltanto un gruppo alla volta detiene abitualmente i diritti di voto: l’inclusione di una pluralità di gruppi (ad esempio i dipendenti in aggiunta agli azionisti) costituirebbe una fonte di costi di agenzia³³⁵ e, in considerazione del fatto che gli aventi diritto di voto hanno preferenze diverse, creerebbe un

³³⁰ Studi empirici dimostrano che un’emissione di azioni ordinarie provoca un impatto negativo sul corso delle azioni esistenti e quindi sul valore complessivo del capitale economico dell’impresa. C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Il quasi-equity*, cit., p. 10.

³³¹ M. BELCREDI, *Le implicazioni delle scelte di finanziamento*, cit., p. 588. In senso opposto, G. M. GULATI, W. A. KLEIN, E. M. ZOLT, *Connected contracts*, cit., p. 934. Nonostante la rilevanza della struttura finanziaria di una società che rappresenta il risultato della contrattazione sull’allocazione del controllo tra le parti che partecipano ad una attività economica in comune, le pressioni competitive esterne – mercati dei prodotti, mercato del controllo, mercato del lavoro – sono inadeguati a far convergere la struttura finanziaria verso un unico punto ottimo.

³³² C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., p. 36.

³³³ Particolarmente significativa è sotto questo profilo l’esperienza nordamericana ove, se le legislazioni statali (a cominciare da quella del Delaware) e il *Revised Model Business Corporation Act* attribuiscono la facoltà di modellare liberamente la struttura finanziaria, la prassi ha visto l’affermarsi di strutture finanziarie non estremamente complesse e con il voto pieno tendenzialmente concentrato in una categoria di *common stockholders*, e ciò in considerazione del fatto che altrimenti si verrebbero a creare insormontabili problemi di *governance*.

³³⁴ F. H. EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *L’economia delle società*, cit., p.85.

³³⁵ Chi non riceve i guadagni marginali influenzerebbe la discrezionalità della società e tale influenza non renderebbe massima la ricchezza dei suoi membri intesi nel loro insieme. Per questo la partecipazione al voto congiunta di classi differenti è fenomeno raro, a meno che non venga imposta (vedi la codeterminazione in Germania).

problema di definizione dell'ampiezza dei doveri fiduciari del consiglio di amministrazione.

“Più in particolare, sembrerebbe opportuno attribuire il potere di nomina e di revoca degli amministratori, anche indirettamente tramite il consiglio di sorveglianza, ad una classe tendenzialmente omogenea di azionisti - quali, nella specie, gli azionisti ordinari - e costruire un unico referente per l'organo amministrativo, evitando che possa essere chiamato a servire più padroni, con il rischio di una paralisi nei comportamenti o, all'opposto, di una eccessiva discrezionalità nell'azione”³³⁶.

A conclusioni affatto diverse perviene chi ritiene che una rappresentazione fedele del fenomeno societario, non può prescindere dalla sostituzione dell'imperfetto parametro dell'interesse degli azionisti con un più completo insieme di interessi sintetizzato nel concetto di “creazione del valore”, che consiste nel soddisfare le istanze di tutti coloro che abbiano investito o sopportino, a qualunque titolo, il rischio d'impresa³³⁷. Pur senza approfondire l'analisi sull'interesse sociale e sulle teorie istituzionalistiche e contrattualistiche della società³³⁸, ci si chiede se l'individuazione dell'interesse

³³⁶ U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1100.

³³⁷ M. BLAIR, *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Washington, 1995, p. 230; M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 121. Si veda anche M. STELLA RICHTER, *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in B. LIBONATI (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995, p. 285, il quale ritiene che, per quanto si voglia avversare un processo tendente ad affermare una sempre più vasta eterogenesi dei fini del congegno societario, sarebbe semplicistico caratterizzare in termini rigidi e monolitici l'interesse sociale come l'interesse tradizionale e generico dei soci, e poi eventualmente della loro maggioranza, ad ottenere dalla società il massimo utile, con ciò trascurando le varianti che si prospettano nell'individuare modalità, tempi e condizioni per raggiungere quel risultato.

³³⁸ Per un'esauriva trattazione si veda D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (in diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 3, II, Torino, 1993, p. 9. In particolare ai nostri fini sembrano contrapporsi la teoria contrattualistica, pur compatibile con una nozione di società per azioni come organizzazione e non come contratto, che dà rilievo ora alla massimizzazione del valore globale delle azioni, ora all'insieme degli interessi della pluralità di soggetti che partecipano al contratto sociale, e la teoria istituzionalistica che individua l'interesse sociale in una non bene identificata sintesi dell'interesse dei soci e di altri soggetti quali i dipendenti, i risparmiatori e i creditori della società. Come è stato autorevolmente notato, l'interesse della teoria istituzionalistica individuato nella crescita economica dell'impresa, tende a sovrapporsi

sociale di un consiglio di amministrazione in cui siedano anche rappresentanti di categorie di finanziatori diversi dai soci non imponga una tendenza all'emersione nel contesto associativo di un ruolo sociale anche per *stakeholders* diversi dagli azionisti³³⁹, e se non sia opportuna una definizione (per via statutaria) dei doveri di comportamento degli amministratori con riferimento al caso specifico dei conflitti di interesse tra le diverse categorie di finanziatori³⁴⁰.

L'estensione ai creditori, o comunque ai finanziatori non soci, degli stessi doveri fiduciari cui gli amministratori sono tenuti nei confronti degli azionisti potrebbe costituire un incisivo strumento di tutela anche laddove l'attribuzione del diritto di voto fosse ritenuta eccessivamente onerosa. In questa prospettiva, gli amministratori sarebbero tenuti al perseguimento di strategie che massimizzino il valore globale dell'impresa definibile non come valore globale delle azioni, ma come valore di tutte le classi di titoli emessi dalla società³⁴¹. Il riconoscimento di doveri di *fair dealing* e di *full disclosure*

con quello delle teorie contrattualistiche dello *shareholder value* che individuano l'interesse sociale nell'interesse dei soci all'aumento del valore delle proprie azioni, posto che il valore delle azioni tende a dipendere dal valore dell'impresa. P. G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., p. 812.

³³⁹ M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 537. Diversamente, in chiave istituzionalistica o neoistituzionalistica U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1101, il quale sottolinea le difficoltà che potrebbero sorgere in tale contesto nel definire il significato di "interesse dell'impresa in sé" – o comunque di interesse all'efficienza della struttura societaria – e i conseguenti margini di libertà che si verrebbero a creare per gli amministratori nella gestione sociale.

³⁴⁰ U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1101. Come è stato opportunamente osservato, la previsione di cui all'art. 2351 c. c. lascia pensare che debba ritenersi incrinato il rapporto fiduciario esclusivo tra azionisti ed amministratori: nell'organo di gestione entra oggettivamente, ancorché non vi entri fisicamente un rappresentante di tali interessi, la rappresentazione di interessi diversi da quelli degli azionisti. Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni*, cit., p. 1300, il quale sottolinea come la possibilità di nominare un rappresentante nell'organo amministrativo sia un *posterius* del riconoscimento dell'esistenza dei numerosi ed eterogenei interessi endosocietari che bisogna comporre; solo un modo di rafforzare la tutela dei titolari di strumenti finanziari diversi dalle azioni.

³⁴¹ La società è finanziata sia con capitale di rischio che con capitale di debito; sarebbe un'anomalia che all'*equity* fosse riconosciuto una preferenza rispetto al debito nella massimizzazione della ricchezza. Cfr. G. S. COREY, M. W. MARR, M. F. SPIVEY, *Are bondholders owed fiduciary duty?*, in *Florida State University Law Review*, 18 (1991), p. 981. Entrambe le forme di finanziamento implicano una significativa delega sul controllo degli investimenti effettuati al *management*. L. E. MITCHELL, *The fairness rights*, cit., p. 1192, il quale propone un diritto dei creditori alla correttezza, similmente a quanto accade nelle società chiuse tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza: nelle decisioni degli

nei confronti dei creditori garantirebbe tutela sia in caso di deliberazioni lesive degli interessi della società³⁴², sia in caso di comportamenti degli azionisti di controllo a danno degli interessi creditori³⁴³ e una sensibile riduzione dei costi medi di agenzia del debito³⁴⁴. In tale eventualità ai portatori di strumenti finanziari, al pari dei soci, potrebbe essere attribuito il diritto di voto nelle deliberazioni aventi ad oggetto l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori, *ex art. 2393 c. c.*³⁴⁵

In questo senso la collegialità dell'organo amministrativo potrebbe essere interpretata come scelta discrezionale dell'autonomia statutaria volta a

amministratori i creditori potranno verificare la consistenza verso le loro ragionevoli aspettative. In caso contrario, se gli amministratori sostengono il legittimo interesse economico sotteso all'operazione sarà comunque nella facoltà dei creditori provare che il medesimo risultato si sarebbe potuto ottenere con altri mezzi non lesivi dei loro interessi. Nonostante alcuni tentativi di modificare il tradizionale modello di *corporate governance*, in considerazione della crescente convergenza delle fattispecie, le corti americane sono ferme nel ritenere che la tutela dei creditori sia garantita dallo strumento contrattuale e che i doveri fiduciari degli amministratori non si estendano ai creditori. Un tentativo di apertura in questo senso è rappresentato dal riconoscimento di doveri fiduciari "impliciti" nel contratto di finanziamento, sebbene tale tutela operi solo in caso di violazione di un diritto espressamente previsto nel contratto medesimo. Ragioni contrarie al riconoscimento di doveri fiduciari risiederebbero nella preoccupazione degli amministratori di dover valutare e deliberare anche in considerazione dell'interesse dei creditori e nell'inerzia gestionale ogni qual volta dovessero essere prese decisioni risolutive in merito ad opportunità pur proficue. B. CHEFFINS, *Company law, cit.*, p. 541. Cfr. anche ALI, *Principles of corporate governance*, (Tent Draft No. 8, 1988), pt. VII, chapter 1.

³⁴² Ai finanziatori verrebbe riconosciuto un diritto di agire direttamente contro la società, contro gli amministratori e indirettamente nelle azioni promosse dalla società contro gli amministratori. M. W. MCDANIEL, *Bondholders and stockholders, cit.*, p. 309.

³⁴³ L. E. MITCHELL, *The fairness rights, cit.*, p. 1195.

³⁴⁴ M. W. MCDANIEL, *Bondholders and stockholders, cit.*, p. 245. Il quale sottolinea come l'introduzione di doveri fiduciari riduca i costi di contrattazione, i costi derivanti dalle espropriazioni potenziali e soprattutto il costo opportunità della rinuncia - a causa dei vincoli imposti dai *covenants* - a opportunità di massimizzare il valore dell'impresa.

³⁴⁵ La riforma del diritto societario ha spostato il fulcro del sistema di tutela dei creditori dalla dimensione reale alla dimensione obbligatoria: il ruolo del danno in numerose fattispecie - disciplina del conflitto di interessi, invalidità delle delibere assembleari, responsabilità per l'esercizio di attività di direzione e coordinamento, le norme in tema di fusione e scissione - garantisce ai creditori strumenti di tutela risarcitoria, che tuttavia risultano estremamente onerosi soprattutto dal punto di vista probatorio. E BERTACCHINI, *Le ragioni del credito, cit.*, p. 167, la quale segnala la tendenza al passaggio dalla *property rule* alla *liability rule*. Cfr. anche M. W. MCDANIEL, *Bondholders and stockholders, cit.*, p. 205, secondo il quale bisognerebbe prevedere meccanismi di compensazione tra le parti, anche se, diversamente dal criterio di efficienza di Kaldor-Hicks, ciò non può avvenire senza costi di transazione, in ragione delle difficoltà a stabilire chi guadagna, chi perde e in che misura. Tuttavia, per gli obbligazionisti sarebbe agevole prevedere che contestualmente alla chiusura di un'operazione "lesiva", venisse aumentato il tasso di interesse così da mantenere inalterato il prezzo di scambio delle obbligazioni e compensare i titolari per le perdite subite.

garantire una valutazione degli interessi societari migliore di quanto possa fare il singolo amministratore; la funzione del consiglio di amministrazione sarebbe compositoria degli interessi delle diverse *constituencies* di cui gli amministratori sono espressione³⁴⁶, e lo statuto potrebbe contenere clausole “sintomatiche” della natura compositoria del consiglio³⁴⁷.

La formulazione del codice civile non chiarisce quale sia il numero di amministratori, sindaci o consiglieri di gestione designabili, ed in particolare se ad essi nel loro complesso possa riservarsi un solo amministratore e/o sindaco, o se tale diritto possa essere attribuito ad ogni categoria di strumenti finanziari e, in tal caso, se sussistano limiti assoluti di nomina extra-assembleare³⁴⁸. Nel caso in cui si ritenesse possibile prevedere un componente per ciascuna categoria di strumenti finanziari, ciò potrebbe comportare, in alcune fattispecie, la creazione di organi di rilevanti dimensioni numeriche – eccezion fatta per il collegio sindacale – ragion per cui si potrebbe ipotizzare la ripartizione di competenze tra il consiglio di amministrazione ed un più ristretto comitato esecutivo³⁴⁹.

Per tale via, pur senza ricorrere a consigli di amministrazione pletorici, questi dovrebbero essere caratterizzati, come espresso nella Raccomandazione n. 3.1 della Commissione europea, da un giusto equilibrio tra amministratori esecutivi e non esecutivi, fra i quali, appunto, i consiglieri rappresentanti le minoranze azionarie e i sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi; in particolare, gli amministratori indipendenti dovrebbero essere in numero tale da garantire la giusta composizione dei conflitti di interessi rilevanti.

³⁴⁶ M. STELLA RICHTER, *La collegialità del consiglio*, cit., p. 301. Secondo il quale indizio della possibilità che il consiglio di amministrazione sia chiamato a comporre interessi diversi è offerto dalla legge. In senso contrario, G. OPPO, *In tema di “invalidità” delle deliberazioni del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1967, p. 924.

³⁴⁷ La società tenderà ad attribuire funzioni anche compositive all’organo amministrativo quando sarà suo intendimento rappresentare tutti i diversi interessi in consiglio e far sì che siano valutati ai fini della gestione dell’impresa sociale.

³⁴⁸ M. NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria*, cit., p. 7, il quale propone la metà meno uno dei componenti degli organi di amministrazione e controllo.

³⁴⁹ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni*, cit., p. 1299.

Appare opportuno, infine, che gli statuti dispongano anche in merito al rapporto dialettico che dovrebbe instaurarsi tra gli amministratori indipendenti, anche nella forma di consultazioni preventive alle riunioni del consiglio di amministrazione sotto il coordinamento di uno di loro³⁵⁰; come nella prassi statunitense, il coordinatore degli indipendenti – *lead independent director* –, tra le varie funzioni, convoca e presiede le riunioni del c.d. *board of independent directors*, rappresenta al presidente del consiglio di amministrazione le conclusioni alle quali si è pervenuti nelle riunioni degli amministratori indipendenti e, comunque, funge da collegamento tra questi ultimi e la società.

2.8. Conclusioni

La riforma del diritto societario ha riconosciuto all'autonomia statutaria la massima libertà nella modulazione dei diritti attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi. Tuttavia, le scarse indicazioni fornite dal legislatore in punto di disciplina applicabile impongono all'interprete una ricostruzione in chiave sistematica dell'istituto. La funzione economica degli strumenti finanziari dovrà trovare equilibrio rispetto ai principi dell'ordinamento societario, al fine di evitare che l'incertezza nella valutazione degli stessi ne paralizzi l'effettivo utilizzo.

In questo contesto, la creazione di strumenti finanziari sembra caratterizzarsi per l'estrema duttilità dal punto di vista delle attribuzioni patrimoniali. Queste potranno essere determinate in via temporanea o permanente, in maniera fissa o parametrata all'andamento della gestione sociale, fino alla previsione del concorso dei portatori di strumenti finanziari con i *residual claimants*.

Sotto il profilo dei diritti amministrativi, è auspicabile che il riconoscimento di strumenti endo-societari di tutela sia correlato al grado di

³⁵⁰ In proposito di vedano le indicazioni operative proposte in M. STELLA RICHTER JR., *Gli amministratori non esecutivi*, cit., p. 165.

partecipazione al rischio d'impresa, sebbene l'attribuzione di poteri di *voice*, in sede extra-assembleare o in concorso con i soci, non sia necessariamente condizionata al riconoscimento di diritti patrimoniali qualificati come *residual claim*. In particolare, potrà essere riconosciuto agli strumenti finanziari il diritto di nominare membri degli organi sociali di controllo o una componente minoritaria, e non esecutiva, degli organi di amministrazione che svolgano attività di monitoraggio sulla gestione sociale.

Anche al fine di contenere i costi di agenzia, appare infine di grande utilità che le società si dotino, per via statutaria, di apposite regole di comportamento degli amministratori verso i portatori di strumenti finanziari, segnatamente allo scopo di disciplinare i casi di conflitto di interessi tra le diverse classi di finanziatori.

Capitolo IV

Gli strumenti finanziari partecipativi e la disciplina dell'opa obbligatoria

SOMMARIO. 1. Premessa. - 2. La nozione di “partecipazione”. - 3. La nozione di controllo: l’art. 2359 c.c. - 4. Gli strumenti finanziari rilevanti. - 5. La soglia fissa: rilievi comparati. - 6. L’incidenza degli strumenti finanziari sul controllo societario. - 7. Disparità di trattamento e profili critici. - 8. Proposte regolamentari.

1. Premessa

Il d.lgs 37/2004 ha modificato l’art. 106 t.u.f. introducendo, al comma 3-*bis*, la possibilità che la Consob stabilisca con proprio Regolamento le ipotesi in cui, in relazione alle caratteristiche degli strumenti finanziari emessi da una società quotata, “l’obbligo di offerta consegue ad acquisti a titolo oneroso che determinino la detenzione congiunta di azioni e strumenti finanziari con diritto di voto sugli argomenti indicati nell’art. 105, in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto equivalente a quella di chi detenga la partecipazione indicata nel comma 1”.

I cambiamenti apportati rispecchiano l’esigenza di adeguare la disciplina contenuta nel t.u.f. alla più variegata struttura finanziaria che una società per azioni può oggi adottare.

In quest’ottica deve leggersi tanto la nuova norma (art. 104, c. 1-*bis*, t.u.f.) che estende l’autorizzazione assembleare *ex art.* 104 t.u.f. alle azioni con voto subordinato all’effettuazione di un’opa (azioni la cui previsione in statuto è oggi ammessa in virtù del riformato art. 2351 c.c.),³⁵¹ quanto il nuovo regime dell’opa obbligatoria.

Il c.d. decreto correttivo ha introdotto la possibilità che la partecipazione rilevante ai fini dell’opa obbligatoria - e cioè superiore alla

³⁵¹ In proposito vedi M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato all’effettuazione di un’opa e l’“autorizzazione di conferma”*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 511.

soglia del 30% – sia costituita non solo dalla quota del capitale rappresentato da azioni che attribuiscono il diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, ma anche dalla detenzione di strumenti finanziari con diritto di voto sui medesimi argomenti.

L'art. 105, co. 3, t.u.f. stabilisce altresì che la Consob possa includere con proprio Regolamento nel capitale rilevante categorie di azioni che attribuiscono il diritto di voto su uno o più argomenti diversi da quelli di cui al comma 2, tenuto conto della natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto.

In particolare, al fine di scongiurare il rischio che alcuni mutamenti di rilievo negli assetti di controllo, tenuto conto delle innovazioni in tema di azioni e strumenti finanziari, possano non essere coperti dal regime dell'opa obbligatoria, il legislatore del 2004 ha ridefinito la nozione di «partecipazione» rilevante per i presupposti e, di conseguenza, per l'oggetto dell'opa successiva. Tra le modifiche di maggiore rilievo vanno senz'altro menzionate le norme di cui agli artt. 105, co. 3 e 106, co. 3-*bis*, t.u.f., nelle quali è stata attribuita alla Consob la potestà di prevedere altre ipotesi - oltre a quella “ortodossa” del superamento della soglia rilevante tramite acquisto a titolo oneroso di azioni aventi diritto di voto in assemblea ordinaria - in cui possa rinvenirsi un mutamento degli assetti proprietari e dunque fare sorgere obblighi di promozione di un'offerta.

Alla Consob è infatti demandato il potere da un lato di “includere nel capitale rilevante categorie di azioni che attribuiscono diritti di voto su uno o più argomenti diversi, tenuto conto della natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto” e, dall'altro, di “stabilire con regolamento le ipotesi in cui l'obbligo di offerta consegue ad acquisti a titolo oneroso che determinino la detenzione congiunta di azioni e strumenti finanziari con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'art. 105, in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto

equivalente a quella di chi detenga la partecipazione indicata nel comma 1”, tenuto conto delle caratteristiche degli strumenti finanziari emessi.

La predetta norma potrebbe avere non poche ricadute sul controverso dibattito relativo ai limiti entro i quali sia possibile attribuire il diritto di voto agli strumenti finanziari.

Da una prima lettura dell’art. 106, c. 3-*bis*, t.u.f., infatti, potrebbe argomentarsi che il legislatore del coordinamento implicitamente riconosca che tali strumenti finanziari non solo possano essere dotati del diritto di voto, ma addirittura possano concorrere a votare nelle deliberazioni che abbiano a oggetto gli argomenti di cui all’art. 105, tra cui, tra l’altro, la nomina alle cariche sociali, esercitando “un potere complessivo di voto” equivalente a quello di chi detenga una partecipazione (esclusivamente azionaria) oltre il 30%.

Inoltre la norma sembra ammettere la possibilità fin qui discussa che ai possessori di strumenti finanziari sia riconosciuto il potere di nominare anche più di uno rappresentanti in seno agli organi di amministrazione e controllo della società³⁵².

Le potenzialità di rottura della norma in esame potrebbero essere ridimensionate considerando che l’emissione degli strumenti finanziari incontra pur sempre i limiti stabiliti dal codice civile, ossia il divieto di voto nell’assemblea generale, e che la stessa abbia piuttosto finalità anti-elusive.

Le nuove ipotesi, non “ortodosse”, di mutamento degli assetti proprietari prese in considerazione dal legislatore del decreto di coordinamento trovano così il loro fondamento nella riconosciuta possibilità di emettere azioni e strumenti finanziari dotati di diritti “ampiamente diversificabili”³⁵³ e quindi di discostarsi assai più marcatamente di quanto fosse possibile in precedenza dal modello “un’azione, un voto”.

³⁵² Cfr. M. GATTI, *Appunti sulla nozione di partecipazione rilevante per i presupposti e per l’oggetto dell’opa successiva obbligatoria alla luce della riforma del T.U.F.*, reperibile su www.cedif.org.

³⁵³ Così, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 334.

Le predette disposizioni e le deleghe regolamentari alla Consob conseguono alla possibilità introdotta all'art. 2346, co. 6, c.c. dal d.lgs. 6/2003 che le società per azioni quotate e non quotate emettano strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi. In particolare, ai sensi dell'art. 2351 c.c. tali strumenti finanziari “possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco”.

A tal proposito la Consob, nel documento di consultazione dell'8 novembre 2004, concernente la revisione del regolamento emittenti, ha ritenuto di non utilizzare per il momento la predetta delega in considerazione dell'oggettiva difficoltà di prevedere *ex ante* quali tipologie di strumenti finanziari verranno emesse nella prassi dalle società quotate e quali diritti verranno in concreto attribuiti in via statutaria, con la conseguente difficoltà di prevedere l'effettiva influenza di detti strumenti sul controllo societario.

2. La nozione di “partecipazione”

Nella formulazione originale dell'art. 105, co. 2, t.u.f., ai fini della disciplina dell'opa obbligatoria, “per partecipazione si intende una quota del capitale rappresentato da azioni ordinarie [...]”³⁵⁴.

A seguito della novella del 2004, “per partecipazione si intende una quota [...] del capitale rappresentato da azioni che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”.

La nuova locuzione risolve il problema che il legislatore del 1998 aveva sollevato col fare riferimento - sia per quanto concerneva le azioni rilevanti per il raggiungimento della soglia del 30%, sia per quanto concerneva le azioni

³⁵⁴ Cfr. L. DI BRINA, *Commento sub art. 105*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, p. 1255.

oggetto dell'opa successiva totalitaria - al concetto di "azioni ordinarie", espressione astrattamente foriera, se interpretata con rigore, di rendere lettera morta l'intero impianto normativo delle offerte obbligatorie.

Le azioni ordinarie costituiscono una categoria non definita nel codice civile ma semplicemente desumibile in via residuale, quale categoria cui appartengono azioni non munite di alcun privilegio. Le azioni ordinarie, che necessariamente devono avere voto pieno in tutte le assemblee generali, ai sensi dell'art. 2351 c.c., possono però non esaurire il novero di azioni aventi diritto di voto in assemblea ordinaria³⁵⁵.

Stando all'interpretazione rigidamente letterale della nozione di partecipazione previgente, le azioni ordinarie, tra le altre, non avrebbero dovuto essere lambite dalla disciplina dell'opa obbligatoria (né per quel che riguarda i presupposti della stessa, né per il suo oggetto). Pertanto, l'intera disciplina dell'opa obbligatoria avrebbe potuto rischiare di perdere rilevanza pratica se alle società, per sottrarvisi, fosse bastato emettere in maniera preponderante azioni munite di privilegio - come tali non ordinarie - e senza limitazione del voto.

Per questo motivo, la totalità degli interpreti leggeva l'espressione «azioni ordinarie» di cui all'art. 105, c. 2, t.u.f. nel senso di azioni munite di voto in assemblea ordinaria³⁵⁶.

Oggi, come detto, l'obbligo di offerta totalitaria viene imposto a "chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento" del capitale

³⁵⁵ Si considerino, a titolo esemplificativo, le azioni privilegiate – che per definizione ordinarie non sono – potevano e possono, ove lo statuto nulla preveda, votare in assemblea ordinaria.

³⁵⁶ Cfr. R. WEIGMANN, *La nuova disciplina delle opa*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Atti del Convegno di Santa Margherita Ligure 13-14 giugno 1998, Milano, 1998, p. 202; R. WEIGMANN, *Commento sub art. 105*, in G. F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo unico della finanza*, II, Torino, 2002, p. 905; L. DI BRINA, *Commento sub art. 105, cit.*, p. 977; L. A. BIANCHI, *Commento sub art. 105*, in P. G. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Milano, 1999, I, p. 316 s.; L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, p. 52 s.; R. LENER, A. TUCCI, *La nuova disciplina delle opa e i poteri della Consob*, in *Le società*, 2004, p. 552; S. CACCHI PESSANI, *Le azioni proprie nei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 289.

“rappresentato da azioni che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”.

Il legislatore ha inteso così chiarire che, per i presupposti dell’opa obbligatoria, si deve fare riferimento non alla tipologia di azione emessa, né genericamente all’assemblea in cui questa è legittimata a votare, ma alla specifica materia in cui questa può esercitare il diritto di voto³⁵⁷.

Stante la formulazione della legge - “per partecipazione si intende una quota [...] del capitale rappresentato da azioni che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza” -, la lettura della congiunzione “o” in un’accezione non esclusiva, bensì come alternativa avente carattere inclusivo, potrebbe suggerire che nel computo della partecipazione rilevante si deve tenere conto di tutto il capitale che possa essere fatto rientrare in una delle tre tipologie di azioni previste dalla norma.

Ciascuna delle tre tipologie di azioni potrebbe essere considerato concorrere, assieme agli altri, a formare la nozione di partecipazione; l’obbligo di opa successiva sorgerebbe in tal caso in capo ad un soggetto che superi una partecipazione superiore al 30% tenuto conto delle azioni che votano nella nomina dei componenti l’organo amministrativo, di quelle che - pur non votando nella nomina - votano nella revoca, e, ancora, di quelle che - pur non votando nella nomina e/o nella revoca - votano nelle deliberazioni sulla responsabilità.

Una tale interpretazione solleva però non pochi problemi applicativi dal momento che, così facendo, si apre un pericoloso varco per sottrarsi, in

³⁵⁷ M. GATTI, *Appunti sulla nozione di partecipazione*, cit. p. 4. Le limitazioni del diritto di voto non vengono distinte in base alla diversa ripartizione di competenze tra assemblea in sede ordinaria e straordinaria, ma sono articolabili in relazione ai diversi argomenti su cui i soci possono essere chiamati a esprimersi. Perciò, le azioni rilevanti per il superamento della soglia (nonché, per rinvio, per l’oggetto dell’opa successiva) sono quelle che attribuiscono diritti di voto in deliberazioni relative a quelle materie che dovrebbero costituire il momento culminante, a livello dell’organizzazione societaria, di un processo d’acquisizione. Cfr. E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche d’acquisto*, Milano, 2004, p. 230.

sostanza, alla disciplina dell'opa obbligatoria in tutti quei casi in cui la struttura azionaria della società sia composta da azioni con voto limitato e a queste si attribuiscono i diritti di voto nelle deliberazioni sulla responsabilità. In altri termini, con una simile interpretazione, ci potrebbero essere dei casi in cui da una cessione di un pacchetto di controllo di diritto non sorgerebbero obblighi di offerta: tutto ciò, com'è facile intuire, potrebbe creare degli incentivi a modellare le strutture azionarie di un emittente proprio al fine di rendere inapplicabili gli obblighi *ex art. 106 t.u.f.*

Si pensi al caso di un soggetto che controlli la società e, assumendo l'assenza di diverse categorie di azioni, detiene la maggioranza delle azioni che attribuiscono il diritto di voto nelle deliberazioni relative alla nomina degli amministratori. Se detta società, al momento di rivolgersi al mercato per raccogliere capitali, ricorra a raddoppiare l'ammontare delle azioni in circolazione e, ipotizzando la volontà del socio di controllo a non essere diluito nei diritti di voto, opti per l'emissione di azioni munite di particolari privilegi patrimoniali.

Là dove alle azioni di nuova emissione privilegiate sia accordato anche il diritto di voto limitatamente alle deliberazioni sulle azioni di responsabilità, il socio che detiene il pacchetto di controllo potrebbe liberamente cedere tale pacchetto a terzi, senza che questi sia tenuto ad effettuare alcuna opa obbligatoria, dato che tale pacchetto, a seguito della nuova emissione azionaria, rappresenta ora solo una partecipazione inferiore alla soglia rilevante del 30%. Così facendo, il socio di controllo può valorizzare la propria partecipazione di controllo a svantaggio dei soci di minoranza e in contrasto con la *ratio* della disciplina dell'opa obbligatoria che vorrebbe che vengano in essere degli obblighi di offerta totalitaria successiva al verificarsi di mutamenti negli assetti proprietari³⁵⁸.

³⁵⁸ Sulla *ratio* di tale tutela, si veda L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario*, cit., p. 11 ss. e F. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1358. L'opa obbligatoria viene giustificata, alternativamente, o con il richiamo al principio della parità di trattamento, secondo il quale tutti gli azionisti dovrebbero usufruire del premio pagato da chi acquista il pacchetto di controllo, ovvero con l'esigenza di assicurare a tutti gli azionisti la possibilità di vendere le proprie azioni in caso di mutamento del controllo.

Pare allora opportuno che la formulazione della norma sia interpretata in maniera tale da non consentire prassi elusive che consentano agli emittenti di sottrarsi arbitrariamente dall'ambito applicativo della disciplina dell'opa obbligatoria. Ci si deve cioè chiedere se non sia possibile leggere l'art. 105, c. 2, t.u.f. in modo da scongiurare il rischio che l'autonomia statutaria effettui degli arbitraggi per sottrarre una società dal regime dell'opa obbligatoria³⁵⁹.

In tal senso, allora, ogni tipologia di azioni dovrà essere considerata idonea a costituire una nozione a se stante di partecipazione rilevante³⁶⁰.

Con questa lettura, che concepisce l'astratta compresenza di diverse nozioni di partecipazione³⁶¹, vengono meno gli incentivi all'elusione della disciplina dell'opa obbligatoria³⁶².

In realtà l'Autore evidenzia criticamente come nel nostro ordinamento la disciplina dell'opa obbligatoria contribuisca una *poison pill* volta a cristallizzare assetti di controllo precostituito.

³⁵⁹ Tutt'altra questione è poi quella se, come scelta di *policy*, sia preferibile dettare disposizioni in materia di opa obbligatoria cui l'autonomia statutaria possa derogare, come previsto dal legislatore svizzero. Una cosa è prevedere in maniera espressa la possibilità per le società di non assoggettarsi alla disciplina delle offerte obbligatorie; un'altra è creare dei varchi che permettano alle società di eludere una disciplina che viene imposta a tutte le società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani.

³⁶⁰ Cfr. M. GATTI, *Appunti sulla nozione di partecipazione*, cit. p. 6. Si ipotizzi, infatti, una società con la seguente struttura azionaria: 500 azioni a voto pieno e 500 azioni aventi diritto di voto limitato alle deliberazioni riguardanti la responsabilità degli amministratori.

Si noterà che in un caso come questo, almeno astrattamente, le nozioni di partecipazione sono due, dal momento che il "capitale rappresentato da azioni che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina" degli amministratori è composto da 500 azioni (quante sono quelle a voto pieno); mentre il "capitale rappresentato da azioni che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti responsabilità [...] degli amministratori" è composto da 1.000 azioni (oltre quelle a voto pieno anche quelle a voto limitato al particolare argomento dell'azione di responsabilità). Se un soggetto, che non sia titolare di alcuna azione, acquista 299 azioni che attribuiscono diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina degli amministratori, la soglia di cui all'art. 106, c. 1, t.u.f. deve ritenersi superata? Ove si faccia riferimento alla prima nozione, Tizio ha di gran lunga superato la soglia partecipativa del 30%, attestandosi infatti al 59,8%. Viceversa, dovesse ritenersi corretta la seconda nozione, un tale acquisto non farebbe scattare l'opa obbligatoria, perché il soggetto detterebbe azioni che rappresentano azioni pari al 29,9% del capitale rilevante.

³⁶¹ In astratto, le differenti nozioni possono giungere fino a tre: si pensi al caso in cui siano state emesse azioni con voto limitato alla sola revoca e azioni con voto limitato alla sola responsabilità, mentre il diritto di voto nelle deliberazioni relative alla nomina è in capo alle sole azioni con voto pieno. In tale ipotesi il capitale rilevante sarà diverso a seconda che si faccia riferimento alla prima, alla seconda o alla terza categoria di azioni.

³⁶² Siffatta interpretazione solleva poi dubbi circa l'oggetto dell'opa obbligatoria, e cioè se l'offerta successiva dovrà essere promossa soltanto per le azioni relativamente alle quali sia stata superata la soglia rilevante, ovvero anche quelle per cui non sia stata superata la soglia (nemmeno se assommate con le prime) ma che comunque rientrino nella fattispecie *ex*

Ove si optasse per tale interpretazione, sicuramente i costi legati all'acquisizione di società che abbiano strutture *dual class* aumenterebbero e pertanto potrebbe risultare conveniente, al fine di ridurre la contendibilità della società, attribuire alle azioni con voto limitato il diritto di voto nelle delibere riguardanti la responsabilità degli amministratori³⁶³.

Mette, comunque, conto rilevare che la rilevanza riconosciuta anche gli strumenti finanziari partecipativi ai fini dell'esercizio del controllo sulla società è circoscritta all'ipotesi di possesso congiunto di azioni e strumenti finanziari, non essendo la sola detenzione di strumenti finanziari di per sé sufficiente a far scattare l'obbligo di opa obbligatoria³⁶⁴.

Si consideri il caso di una società in cui il consiglio di amministrazione sia composto da 15 membri e nella quale un soggetto detenga una partecipazione, si ipotizzi, pari al 25%, e che mediante il meccanismo del voto di lista abbia il diritto di eleggere 7 amministratori. Se la società emettesse uno

art. 105, co. 2, t.u.f. Tale ultima interpretazione appare preferibile; nonostante di fatto verrebbe meno la corrispondenza tra azioni rilevanti per i presupposti e azioni rilevanti per l'oggetto dell'opa successiva, e sebbene il legislatore nazionale non abbia mai approntato una forma di tutela così estesa - si pensi ad esempio alle azioni di risparmio che continuano, tuttora, a non formare oggetto di offerta successiva -, non vi è alcun espresso divieto a che possano formare oggetto di opa successiva anche azioni in relazione alle quali non siano stati effettuati degli acquisti.

³⁶³ Per tale via si impone infatti ad un eventuale scalatore di acquistare non solo le azioni cui questi è normalmente interessato, ossia quelle che votano nella nomina degli amministratori, ma anche quelle che votano nelle delibere riguardanti la responsabilità.

³⁶⁴ L'art. 106, co. 3-*bis*, t.u.f. stabilisce che potranno essere disciplinate le ipotesi in cui l'obbligo di offerta consegua ad "acquisti a titolo oneroso che determinino la detenzione congiunta di azioni e strumenti finanziari". Così come dedotto in via interpretativa in materia di azioni, non potrà essere considerato detentore della partecipazione colui che disponesse soltanto dei diritti di voto inerenti la partecipazione in seguito, ad esempio, ad una sollecitazione delle deleghe di voto. Cfr. L. A. BIANCHI, *Commento sub art. 105, cit.*, p. 320. Nell'ipotesi di una disgiunzione tra soggetto detentore e colui che eventualmente disponga discrezionalmente dei diritti di voto inerenti lo strumento finanziario, bisognerà valutare nel concreto la stabilità degli accordi o delle relazioni tra le parti e andrà accertata la circostanza che tali diritti di voto siano amministrati unitariamente ad altre partecipazioni sociali. Per quanto attiene alla detenzione conseguente ad acquisti a titolo oneroso, il testo della legge deve essere interpretato coerentemente con la *ratio* dell'opa obbligatoria. Il verbo "detenere" dovrà essere interpretato in maniera estensiva al fine di ricomprendere tutte quelle fattispecie in cui un soggetto, in ragione dei poteri che questo ha sulla partecipazione azionaria e di strumenti finanziari, abbia una posizione di tendenziale controllo stabile; aspetto centrale nella valutazione sarà allora la spettanza del diritto di voto. Cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario, cit.*, p. 63.

strumento finanziario³⁶⁵ con diritto di nomina di un membro indipendente del consiglio di amministrazione sottoscritto dal medesimo soggetto, questo, ancorché con una partecipazione inferiore al 30%, verrebbe senza dubbio a trovarsi in condizione di esercitare il controllo sulla società, potendo nominare la maggioranza dei membri dell'organo amministrativo.

Come detto, inoltre, con riferimento alle materie sulle quali può essere attribuito il diritto di voto, agli statuti sociali è riconosciuta la massima libertà: agli strumenti finanziari potrà essere attribuito il diritto di voto su alcune delle materie di interesse comune, e inerenti allo svolgimento dell'attività in ordine alle quali è chiamata a deliberare l'assemblea dei soci riunita in sede ordinaria, ma anche straordinaria.

Tale previsione comporta che dovranno essere individuate le materie rilevanti ai fini del controllo e del potere di indirizzo della gestione sociale: ai fini dei presupposti dell'opa obbligatoria andranno valutati i casi in cui un soggetto detenendo congiuntamente azioni e strumenti finanziari disponga della maggioranza dei voti soltanto su alcune delibere, ritenute però bastevoli ad assicurare l'esercizio di un'influenza dominante³⁶⁶.

Tra queste, oltre alla nomina degli organi sociali, le ipotesi potenzialmente rilevanti sarebbero il diritto di voto nelle deliberazioni assembleari previste per l'autorizzazione al compimento di atti di gestione da parte degli amministratori (cfr. art. 2364 c.c.), e strumenti finanziari con diritto di voto dotati di diritti di voto su specifici argomenti, quali operazioni che per la loro struttura, o per il loro impatto, possono avere un'influenza decisiva sulla gestione – si pensi, tipicamente, alle operazioni di fusione e scissione -. Potrebbero, altresì, assumere rilevanza, le decisioni previste dall'art. 2361, co. 2, c.c. in base alle quali l'assemblea autorizzi l'acquisto di partecipazioni che

³⁶⁵ Si consideri per semplicità che il titolo sia individuale.

³⁶⁶ M. S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 470.

comportino l'assunzione di responsabilità illimitata³⁶⁷, o deliberi l'istituzione di patrimoni separati ai sensi degli artt. 2447-*bis* c.c.³⁶⁸.

Qualche perplessità è stata avanzata relativamente alla rilevanza di azioni o strumenti finanziari che attribuiscono disgiuntamente diritto di voto nella deliberazione di approvazione del bilancio e nella nomina o revoca dei sindaci. Ciò in ragione del fatto che il possesso di strumenti finanziari determinanti solo per l'approvazione del bilancio, senza che sia congiunta la possibilità di incidere sulla nomina degli amministratori o dei sindaci, non sembra suscettibile di determinare una posizione di controllo sulla *governance* della società. Al contrario, dottrina minoritaria attribuisce rilevanza, oltre ai casi di strumenti finanziari che attribuiscono diritto di voto sulla nomina, revoca e responsabilità degli amministratori, del consiglio di gestione o del consiglio di sorveglianza, anche a quelli che attribuiscono congiuntamente il diritto di voto sia sull'approvazione del bilancio che sulla nomina dei sindaci³⁶⁹.

3. La nozione di controllo: l'art. 2359 c.c.

Sebbene il novellato art. 105 t.u.f. modifichi i presupposti dell'opa obbligatoria svincolando la nozione di partecipazione rilevante dal riferimento alle azioni ordinarie e introducendo come parametro della soglia rilevante le "azioni che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza", nel sistema del t.u.f. l'obbligo di promuovere

³⁶⁷ In quanto decisioni atte a modificare il profilo di rischio dell'attività e dunque rilevanti sotto il profilo gestorio.

³⁶⁸ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 335.

³⁶⁹ C. RABITTI BEDOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2004, p. 226. Qualche obiezione è stata sollevata da M. GATTI, *Appunti sulla nozione di partecipazione*, cit. p. 6, in relazione al fatto che nel capitale rilevante si computino anche azioni con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la responsabilità degli organi sociali. Parrebbe mancare in questo caso una stretta attinenza alle modifiche agli assetti proprietari. In senso contrario, invece, si veda R. LENER, A. TUCCI, *La nuova disciplina delle opa*, cit., p. 556, che sostengono che il diritto di voto nella delibera relativa all'azione di responsabilità rappresenti il diritto tramite il quale si risolve l'esercizio dell'influenza dominante ottenuta mediante la partecipazione al capitale sociale.

un'offerta pubblica di acquisto rimane comunque collegato al superamento della soglia rilevante e non anche, come nella previgente normativa, all'acquisto di una posizione di controllo.

Ciononostante, la previsione di cui all'art 106 co. 3-*bis* t.u.f. impone all'interprete di valutare in quale misura la detenzione congiunta di azioni e strumenti finanziari consenta un potere di voto complessivo equivalente a quello di chi detenga una partecipazione pari al 30% delle azioni dotate del diritto di voto.

Tale riferimento richiede che venga analizzata la nozione di controllo societario al fine di individuare, tra l'altro, quali siano le deliberazioni assembleari atte a influire sulla gestione sociale e a determinarne le linee di indirizzo.

Il concetto di "controllo" societario è incardinato nel nostro ordinamento sull'art. 2359 c.c. che fornisce la definizione di società controllate e società collegate. Le diverse legislazioni speciali, ad esempio in materia di *antitrust* o di bilancio, operano un richiamo o un adattamento del medesimo art. 2359 c.c.³⁷⁰, tuttavia, da un lato vi è chi ritiene che le diverse nozioni di "controllo" non siano riconducibili ad un paradigma comune, a meno un livello di astrazione tale da impedire applicazioni pratiche di qualche rilievo³⁷¹, dall'altro, vi è chi, pur mantenendo ferma la premessa che ogni interpretazione deve essere dimostrata alla luce delle finalità e della struttura delle leggi che la contengono, propone una ricostruzione sistematica unitaria del concetto di controllo all'interno dei diversi settori³⁷², in virtù della nozione "generale" fornita dall'art. 2359 c.c. con la quale le nozioni speciali di controllo devono confrontarsi.

In particolare, le varie nozioni di controllo evocano sempre una sottostante situazione di influenza dominante, ma ne prevedono di volta di

³⁷⁰ Tutte le norme speciali in materia di controllo, ivi compreso l'art. 93 t.u.b., fanno espresso rinvio all'art. 2359 c.c.

³⁷¹ M. S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., p. 458.

³⁷² P. G. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1.

volta - quali meccanismi di indagine e di prova volti a semplificare l'applicazione delle discipline - presunzioni assolute o relative³⁷³. Se, infatti, il giudizio postumo è l'unico in grado di accertare l'effettiva sussistenza di un'influenza dominante, la fattispecie del controllo è funzionale a discipline, come quella dell'opa obbligatoria, che necessitano di un presupposto qualificabile su base prognostica.

Sebbene, quindi, le legislazioni speciali configurino la nozione di controllo secondo diverse implicazioni interpretative, un elemento decisivo risiede nell'influenza dominante, ossia nella possibilità che un soggetto si trovi nella condizione di esercitare un predominio unilaterale e tendenzialmente stabile nei confronti di un'impresa, che nel caso di società si estrinseca nel governo dell'assemblea e nella nomina e revoca degli amministratori³⁷⁴. L'influenza dominante – intesa come potere di determinare, conformemente alle regole delle strutture organizzative di volta in volta prescelte per l'esercizio dell'attività, l'attività medesima della società – può presentare livelli di intensità variabile, ad esempio a seconda che sia monocratica o congiunta, che investa tutte le scelte gestionali o solo alcune³⁷⁵. Relativamente a quest'ultimo punto si ritiene che l'art. 2359 c.c. si riferisca unicamente al potere dell'assemblea di incidere sul comportamento gestionale degli amministratori³⁷⁶.

³⁷³ M. LAMANDINI, *Il "controllo", nozioni e "tipo" della legislazione economica*, Milano, 1995, p. 52. L'ordinamento si vede costretto secondo l'Autore a fare ricorso a presunzioni e ad accontentarsi della sussistenza di un'influenza non effettiva bensì almeno potenziale, sostituendo ad una categoria reale una virtuale che faciliti l'applicazione della normativa.

³⁷⁴ G. A. RESCIO, *I sindacati di voto*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 3, I, Torino, 1994, p. 621.

³⁷⁵ Lo IAS 28 presuppone un'influenza notevole in caso di possesso del 20% dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, e precisa (comma 7) che l'influenza notevole è di solito segnalata dalla rappresentanza nel consiglio di amministrazione o nell'organo equivalente della partecipata o dalla partecipazione nel processo decisionale, inclusa la partecipazione alle decisioni in merito ai dividendi o ad altro tipo di distribuzione degli utili.

³⁷⁶ M. LAMANDINI, *Il "controllo", cit.*, p. 65.

La dottrina prevalente è, quindi, orientata a ritenere che il criterio discrezionale per accertare l'esistenza del controllo è dato dal potere unilaterale di nomina dell'organo amministrativo³⁷⁷.

Nel caso di un soggetto che abbia potere di esercitare un'influenza dominante solo su alcune delibere assembleari la qualifica di controllante dipenderà dal tipo di delibere assembleari e dalla loro attitudine ad assicurare il controllo pratico sulla gestione sociale. Se l'influenza esplicita sull'approvazione del bilancio o sulle delibere di distribuzione degli utili non sembra adatta a configurare un'ipotesi di influenza dominante³⁷⁸, il potere di nomina e revoca della maggioranza degli amministratori parrebbe necessario e sufficiente a dare unicità di indirizzo alla gestione sociale³⁷⁹.

A tale proposito, il principio accolto dalla riforma del diritto societario di riservare in maniera esclusiva la gestione dell'impresa agli amministratori (cfr. 2380-bis, co. 1, c.c.), precludendo l'attribuzione all'assemblea del potere di assumere decisioni che attengono direttamente alla sfera gestoria, conferma che l'identificazione del grado di influenza sulla gestione da parte del socio deve avvenire sulla base di quanto consentito dall'ordinamento, e cioè fermo il principio della riserva della gestione a favore dell'organo amministrativo³⁸⁰.

Tale impostazione ricomprende anche il caso in cui il socio di controllo limiti la propria influenza sulla gestione sociale, garantendo una più o meno completa autonomia agli amministratori, in aderenza al modello legale astratto:

³⁷⁷ La maggioranza in assemblea, di fatto o di diritto, acquista rilevanza proprio come leva per l'assunzione della direzione gestionale attraverso la nomina e revoca dei componenti dell'organo amministrativo. Cfr. S. SERAFINI, *La qualificazione dei rapporti di controllo ai fini dell'accertamento dell'obbligo di redazione del bilancio consolidato*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 127, e A. CERRAI, *Le imprese editoriali*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 8, Torino, 1992, p. 499.

³⁷⁸ In materia di convenzioni di voto parasociali, cfr. G. A. RESCIO, *I sindacati di voto*, *cit.*, p. 688. Sebbene l'Autore rilevi come andrà valutata caso per caso la possibilità di tenere in pugno le sorti della società, attraverso il controllo sulle delibere di distribuzioni degli utili, integri un'ipotesi di influenza dominante.

³⁷⁹ Si veda, in proposito, la comunicazione Consob del 24/7/1992, n. SOC/RM/92005380, in *Le società*, 1992, p. 1424.

³⁸⁰ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, *cit.*, p. 335.

il sistema di presunzioni non consente di disapplicare la disciplina nei confronti del controllante legale³⁸¹.

Per l'indagine sul controllo nelle società quotate occorrerà fare riferimento all'art. 93 t.u.f. che detta la definizione di controllo rilevante per la disciplina degli emittenti. In particolare, le definizioni di controllo che la Consob deve considerare non si discostano dalla nozione civilistica di controllo³⁸², e le conclusioni a cui la dottrina è pervenuta in merito all'individuazione delle fattispecie di controllo di cui all'art. 2359 c.c. possono essere utilizzate per stabilire cosa s'intenda per controllo di fatto o di diritto ai sensi dell'art. 93 t.u.f.

Ai fini della disciplina degli emittenti è rilevante esclusivamente il controllo c.d. interno o azionario di diritto o di fatto (art. 2359 c.c., n. 1 e 2), e le ulteriori previsioni contenute nell'art. 93 t.u.f. sarebbero presunzioni di influenza dominante di cui al punto n. 2. Per entrambe le fattispecie di controllo è necessario il possesso di voti in misura tale da avere la maggioranza nelle assemblee ordinarie e, quindi, la possibilità di scelta della maggioranza se non della totalità degli amministratori e la possibilità di generale indirizzo della gestione attraverso l'approvazione annuale del bilancio³⁸³.

³⁸¹ L'ordinamento dà prevalenza al controllo formale su quello sostanziale, sebbene le ragioni sottese alla disciplina del controllo difficilmente conservano significato nell'applicazione ad un soggetto che pur controllando la struttura formale della società non controlli l'impresa societaria. M. LAMANDINI, *Il "controllo"*, cit., p. 105. L'autore conclude per l'impossibilità da parte dell'interprete, data la categoricità del precetto normativo di spostare opportunamente il baricentro della nozione di controllo dalla società all'impresa.

³⁸² A differenza della nozione di controllo dettata in materia di *antitrust* che, conformemente a quanto previsto nel Regolamento CEE 4064/1989, ricomprende tra i mezzi idonei a determinare il controllo i "contratti o altri rapporti giuridici che conferiscono, da soli o congiuntamente, e tenuto conto delle circostanze di fatto e di diritto, la possibilità di esercitare un'influenza determinante sulle attività dell'impresa". Il medesimo articolo specifica che tali diritti, contratti e altri rapporti giuridici sono tra l'altro quelli idonei a conferire un'influenza determinante "sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi dell'impresa, venendo a configurare una presunzione relativa di influenza dominante non contraddistinta dalla partecipazione al capitale dell'ente dominato.

³⁸³ Non si considera al contrario necessaria per l'esistenza del controllo l'influenza dominante sulle assemblee in sede straordinaria. Parimenti in materia di controllo, l'art. 23 t.u.b. recita: "Ai fini del presente capo il controllo sussiste, anche con riferimento a soggetti diversi dalle società, nei casi previsti dall'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile. Il controllo si considera esistente nella forma dell'influenza dominante, salvo prova contraria, allorché ricorra una delle seguenti situazioni:

La prima fattispecie di controllo è quella del controllo di diritto, ancorata al riferimento non già del capitale, ma alla maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria. Se con tale formulazione veniva pacificamente inteso che il riferimento fosse alle assemblee ordinarie di prima convocazione³⁸⁴, maggiori perplessità sorgevano relativamente al caso di innalzamento del *quorum* deliberativo disposto dallo statuto per la nomina degli amministratori: in tale eventualità infatti il controllo dell'assemblea ordinaria non avrebbe garantito il potere di nomina unilaterale degli amministratori.

Per stabilire la sussistenza del controllo di diritto si ricorreva allora alla valutazione delle maggioranze necessarie per la nomina degli amministratori, in ragione del fatto che sebbene la maggioranza dei voti calcolata sul capitale attribuisse il diritto all'approvazione del bilancio d'esercizio e, conseguentemente, a condizionare l'autonomia degli amministratori, "per sapere chi controlla una società occorre conoscere gli amministratori"³⁸⁵.

Con riguardo al controllo di diritto, rileveranno, oltre alle ipotesi in cui un soggetto dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, per cui la possibilità di esercitare un'influenza dominante è in *re ipsa*, anche i casi in cui di là da un controllo formale, anche le reali posizioni di

1) esistenza di un soggetto che, in base ad accordi con altri soci, ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori ovvero dispone da solo della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;

2) possesso di una partecipazione idonea a consentire la nomina o la revoca della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione;

3) sussistenza di rapporti, anche tra soci, di carattere finanziario e organizzativo idonei a conseguire uno dei seguenti effetti:

a) la trasmissione degli utili o delle perdite;

b) il coordinamento della gestione dell'impresa con quella di altre imprese ai fini del perseguimento di uno scopo comune;

c) l'attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dalle azioni o dalle quote possedute;

d) l'attribuzione a soggetti diversi da quelli legittimati in base all'assetto proprietario di poteri nella scelta di amministratori e dei dirigenti delle imprese;

4) assoggettamento a direzione comune, in base alla composizione degli organi amministrativi o per altri concordanti elementi."

³⁸⁴ Cfr. G. A. RESCIO, *I sindacati di voto*, cit., p. 697.

³⁸⁵ L. A. BIANCHI, *La definizione di società "controllate" e "collegate"*, in M. BUSSOLOTTI (a cura di), *La nuova disciplina dei bilanci di società*, Torino, 1993, p. 2.

potere all'interno della società determinate dal numero di voti che si possono effettivamente utilizzare.

La disponibilità dei voti potrà essere garantita mediante l'utilizzo di patti parasociali³⁸⁶, o anche in via statutaria³⁸⁷: in questa fattispecie rientrerà il controllo di un soggetto che detenga strumenti finanziari con diritto di nomina di uno o più amministratori, ancorché indipendenti.

4. Gli strumenti finanziari rilevanti

Sebbene la riforma del 1998 abbia modificato i presupposti dell'opa obbligatoria, introducendo l'obbligo di lanciare un'offerta al superamento di una determinata quota del capitale - prescindendo dalla valutazione caso per caso della sussistenza del controllo - la previsione introdotta all'art. 106, co. 3-*bis* t.u.f. impone l'analisi di quali siano gli strumenti finanziari che possano incidere sulla partecipazione di controllo³⁸⁸.

Il *Report of the high level group*³⁸⁹ propone una fondamentale distinzione nell'ambito degli strumenti finanziari genericamente riconducibili alla nozione di capitale azionario. Tale distinzione, rilevante anche, alla luce della riforma del diritto societario, ai fini della classificazione delle diverse tipologie di titoli di partecipazione introdotti, è ispirata al principio di proporzionalità tra sopportazione del rischio e attribuzione dei diritti di controllo³⁹⁰. L'efficiente allocazione della competenza deliberativa dei soci richiede che solo le azioni che partecipano incondizionatamente agli utili e al residuo di liquidazione - c.d. *residual claimants* - siano normalmente titolari dei diritti di controllo sulla società, proporzionalmente al rischio sopportato, in

³⁸⁶ Ad esempio mediante il meccanismo del voto di lista.

³⁸⁷ Si consideri l'ipotesi dello Stato o enti pubblici che ai sensi dell'art. 2458 c.c. possono riservarsi a livello di atto costitutivo la facoltà di nominare gli amministratori.

³⁸⁸ Sul punto vedi F. BUCCELLATO, *Sollecitazione all'investimento e mercato del controllo*, Milano, 2004, p. 218.

³⁸⁹ Gruppo di studio nominato il 4 settembre 2001 dalla Commissione Europea con il mandato di suggerire alla Commissione le linee guida per la redazione della direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto, successivamente emanata in data 21 aprile 2004.

³⁹⁰ Cfr. la sezione 2 del capitolo I, titolata "*Proportionality between risk-bearing capital and control*", in *Giur. comm.*, 2002, p. 119.

ragione del fatto che i portatori di tali diritti sul residuo e sugli *assets* della società hanno il miglior incentivo ad assumere le decisioni sulla gestione sociale, ricadendo interamente sugli stessi gli effetti delle decisioni assunte. Il diritto all'esercizio del controllo dovrebbe perciò essere in capo a coloro che detengono la maggioranza del capitale di rischio. Le raccomandazioni sembrano essere volte ad una classificazione degli strumenti finanziari della società che predilige l'aspetto sostanziale di sopportazione del rischio e di pretese residuali sull'attivo di gestione a scapito di una classificazione formale operata in relazione all'imputazione o meno di tali strumenti a capitale. Il concetto di capitale di rischio (*risk bearing capital*), quale presupposto del riconoscimento dei diritti di controllo, viene a distinguersi da quello di capitale sociale (*share capital*); esso si ricostruisce più in base alla natura economica che a quella giuridica dell'investimento³⁹¹.

Ne consegue che non dovrebbero rappresentare capitale di rischio le azioni che, ancorché rappresentative del capitale sociale, non siano soggette al rischio d'impresa e al principio di proporzionalità; dovrebbero, invece, rappresentare capitale di rischio quei titoli che, pur non facendo parte del capitale sociale, siano qualificabili come portatori di pretese residuali³⁹².

Il processo di interpretazione e di ricostruzione della disciplina applicabile agli strumenti finanziari, richiede che venga preliminarmente

³⁹¹ Cfr. P. SFAMENI, *La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2002, I, p. 287. La Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto all'art. 2, lett. e), definisce "titoli" i valori mobiliari trasferibili che conferiscono diritto di voto in una società, senza prevedere l'imputazione a capitale degli stessi.

³⁹² La riaffermazione del principio *one share-one vote* dovrebbe trovare applicazione generale, senonché, data la difficoltà di coniugarli con i singoli istituti dei diversi ordinamenti, il Rapporto delinea meccanismi per la loro concreta attuazione in pendenza di offerte pubbliche di acquisto; tra questi, il principio della competenza assembleare delle azioni volte ad ostacolare le offerte con la maggioranza dei voti esercitati dai detentori della maggioranza delle azioni rappresentative di *risk-bearing capital*. Se, prima dell'offerta, la struttura del capitale sociale e del controllo societario sono difformi da quella rispondente al principio di proporzionalità, l'assemblea chiamata a deliberare sull'adozione di misure difensive dovrà essere riconosciuta su basi nuove e sul principio di proporzionalità. Nella seconda fase, poi, una volta che l'offerta abbia avuto successo, i principi dettati troveranno espressione nella c.d. *breakthrough rule*, volta a neutralizzare le barriere antisalata contenute in clausole statutarie e a consentire all'acquirente l'effettivo esercizio dei poteri di gestione e controllo dell'impresa proporzionalmente al capitale acquisito (ad esempio il diritto di nomina e revoca degli amministratori).

indagato il rapporto giuridico che si instaura tra società e sottoscrittori. Se il legislatore del 1942 aveva presupposto come già acquisite le risorse finanziarie necessarie per lo svolgimento dell'attività sociale, muovendo dall'idea che i mezzi di finanziamento venissero procurati direttamente dai soci interessati all'esercizio dell'impresa, ovvero potessero essere procurati mediante l'autofinanziamento e il ricorso al credito bancario, le novità in materia di struttura finanziaria sancite dalla riforma del diritto societario³⁹³ suggeriscono l'opportunità di superare la dogmatica del finanziamento societario, tradizionalmente dominata dalle figure del socio e del creditore³⁹⁴ e, per le emissioni di titoli atipici, dell'associato in partecipazione³⁹⁵, e di interpretare la società come una "comunità di rischio" composta da tutti i soggetti che contribuiscono attraverso strumenti giuridici diversi al finanziamento della struttura societaria³⁹⁶. Fama muove dalla constatazione che:

“Le congiunte funzioni di sopportazione del rischio e proprietà del capitale sono riorganizzate e vendute in proporzioni diverse a diverse categorie di investitori. Ad esempio, quando il finanziamento dell'impresa deriva dall'emissione sia di obbligazioni sia di azioni ordinarie, le obbligazioni implicano una combinazione di rischio e proprietà caratterizzata da una percentuale di rischio bassa se confrontata con la combinazione di rischio e proprietà caratteristica delle azioni ordinarie. Ciò non di meno, salvo che le obbligazioni siano esenti da rischio, la funzione di sopportazione del rischio

³⁹³ A sostegno la legge delega n. 366/2001 che, all'art. 2, lett. a) che si propone di rendere le società di capitali strumenti giuridici capaci di incentivare l'efficienza e lo sviluppo dell'impresa, in particolare attraverso l'ingresso nei vari mercati dei capitali. G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 806. E, precedentemente, U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., p. 1102, P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 228.

³⁹⁴ Le categorie di riferimento erano allora sostanzialmente due: il contratto di società e il contratto di mutuo.

³⁹⁵ F. ASCARELLI, in B. LIBONATI e G. VISENTINI (a cura di), *Operazioni anomale di finanziamento*, cit., p. 5.

³⁹⁶ U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., p. 1115. La società aperta, se considerata nelle sue dinamiche di finanziamento, può essere rappresentata come un contratto principale organizzativo, ed una serie di contratti collegati mediante i quali si finanzia l'attività d'impresa. A seconda del rilievo personalistico degli assetti societari gli strumenti finanziari potranno essere emessi da un lato al fine di dare rilevanza al soggetto apportante, eventualmente coinvolto nell'attività economica, dall'altra come mero strumento di raccolta di "anonime" risorse finanziarie.

grava in parte anche sugli obbligazionisti e la proprietà del capitale è condivisa da essi e dagli azionisti. Tuttavia la proprietà del capitale non dovrebbe essere confusa con la proprietà della società. Ogni fattore nella società è posseduto da qualcuno... E' importante estirpare la radicata nozione secondo cui la società è posseduta dagli azionisti, poiché questo è il primo passo verso la comprensione del fatto che il controllo sulle decisioni della società non necessariamente è la provincia dei *security holders*"³⁹⁷.

Il rapporto tra società e portatori di strumenti finanziari sarà ricostruito, sulla base del modello reale di investitore sottostante, in relazione alla durata, al rendimento e al rischio del finanziamento, dal quale dovrebbe dipendere – in caso di concorso alle perdite di gestione, l'attribuzione del potere di esercitare il diritto di voto per concorrere alla nomina dei gestori dell'impresa, o per porre in essere le attività di monitoraggio e controllo funzionali alla corretta composizione dei conflitti di interesse gestionali³⁹⁸.

5. La soglia fissa: rilievi comparati

La disciplina dell'opa introdotta dal t.u.f. ha subordinato l'obbligo di lanciare un'offerta al superamento di una soglia fissa di partecipazione, pari al 30%. Il sistema operante nella vigenza della legge 149/1992 era invece fondato sulla centralità della nozione di controllo (art. 10, co. 1) e, subsidiariamente, della maggioranza relativa (art. 10, co. 3).

La scelta legislativa di affidare i presupposti dell'opa obbligatoria ad un criterio oggettivo muove dall'esigenza di semplificare l'applicazione della disciplina e di garantire certezza al mercato³⁹⁹. Se la Commissione Europea si

³⁹⁷ E. F. FAMA, *Agency problems*, cit., p. 290. Per la traduzione cfr. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 113.

³⁹⁸ A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma*, cit., p. 647. Il problema della possibilità di attribuire, in assenza di norme imperative, al titolare dello strumento ibrido poteri di influenza e controllo sull'attività d'impresa adeguati era già stato sollevato in materia di azioni di risparmio.

³⁹⁹ Cfr. P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 153. Sotto la vigenza della l. 149/1992, le difficoltà di provare l'acquisto del controllo o di una quota di maggioranza relativa in una società avevano condotto all'interpretazione della norma nel senso di riferire formalmente la manifestazione di volontà alla deliberazione

era precedentemente espressa nel senso di consentire agli Stati membri di mantenere il criterio soggettivo, fondato sull'intenzione di acquistare una partecipazione di controllo, la direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004 prevede, all'art. 5, che l'obbligo di promuovere un'offerta consegua alla detenzione di titoli di una società⁴⁰⁰ che conferiscano diritti di voto in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa.

La partecipazione del 30% si ritiene sufficiente all'esercizio del controllo, ancorché inferiore alla maggioranza assoluta, in ragione del fatto che la regola si riferisce a società i cui titoli sono diffusamente scambiati, soprattutto in mercati evoluti⁴⁰¹. In questa situazione le azioni risultano disperse tra gli investitori e il possesso della maggioranza relativa, c.d. *working control*⁴⁰², è sufficiente per esercitare sulla società un'influenza dominante nell'assemblea.

D'altro canto, finché il controllo resta minoritario, manca all'azionista dominante la sicurezza giuridica di mantenere inalterata la propria posizione di comando: l'esposizione alla minaccia di una scalata incentiva gli amministratori a mantenere una gestione efficiente⁴⁰³.

La scelta del legislatore italiano è ispirata al modello francese, sebbene il *Council des bourses de valeurs* abbia fissato la soglia a più di un terzo dei

dell'organo competente. Cfr. R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto volontarie e obbligatorie*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 10, II, Torino, 1993, p. 414.

⁴⁰⁰ Definiti all'art. 2, co. 1, lett. e) come "valori mobiliari trasferibili che conferiscono il diritto di voto in una società".

⁴⁰¹ R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto, cit.*, p. 395. In mercati finanziari più piccoli o poco sviluppati (ad esempio, Svizzera e Portogallo), si era preferito fissare il limite al raggiungimento della maggioranza assoluta del capitale con diritto di voto; in Norvegia la soglia rilevante era fissata nel 67%. Nell'originaria versione del *City Code on Take-overs and Mergers* la regola dell'obbligatorietà dell'offerta scattava in ipotesi di acquisizione del "controllo effettivo" della società. Nel 1972 venne aggiunta una regola sull'obbligatorietà per chiunque acquisisse una partecipazione almeno pari al 40% dei diritti di voto della società, e nel 1974 le due regole vennero fuse. Attualmente la *rule 34* prevede che l'obbligo consegua all'acquisto di azioni almeno pari al 30% dei diritti di voto. L'opa obbligatoria non è imposta, pertanto, qualora un soggetto con una partecipazione inferiore al 30% detenga comunque il controllo effettivo della società. R. SKOG, *Se l'opa obbligatoria sia davvero necessaria. Riflessioni critiche alla luce del sistema svedese*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 972.

⁴⁰² A. A. BERLE, "Control" in corporate law, in *Columbia law review*, vol. 58 (1958), p. 1212. L'Autore distingue quattro forme di controllo; il *working control* designa genericamente il controllo azionario di fatto.

⁴⁰³ C.d. mercato del controllo.

titoli costituenti il capitale (*titres de capital*) o dei diritti di voto di una società quotata sul mercato principale ovvero sul *second maché*⁴⁰⁴.

Per quanto attiene gli altri ordinamenti europei, in Germania la nuova legge sui *takeover* prevede l'opa obbligatoria al passaggio del controllo che coincide con il possesso di almeno il 30% dei diritti di voto della società bersaglio⁴⁰⁵; in Danimarca, l'obbligo consegue ad operazioni che comportano il trasferimento di una partecipazione di controllo in una società quotata; il limite viene identificato caso per caso dall'Organo di controllo, ma per controllo si intende anche una partecipazione inferiore al 50% del capitale o dei diritti di voto, che consenta la possibilità di nominare i membri del consiglio di amministrazione⁴⁰⁶.

L'introduzione di una soglia fissa sconta, sotto altro profilo, il rischio di rendere assai variabile sia il tasso di contendibilità delle imprese, sia il grado di protezione degli azionisti di minoranza in relazione alla diversità degli assetti proprietari. Qualora, infatti, la quota di controllo fosse inferiore al 30% gli azionisti di minoranza verrebbero esclusi dalla ripartizione del premio di controllo; viceversa, se questa fosse superiore, la sussistenza di un obbligo disincentiverebbe il ricambio del potere⁴⁰⁷.

6. L'incidenza degli strumenti finanziari sul controllo societario

La Direttiva europea impone l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto in caso di detenzione di titoli che conferiscano diritti di voto in una percentuale tale da esercitare il controllo; la soglia rilevante, quindi, non viene

⁴⁰⁴ F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina dell'opa in Francia*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1284.

⁴⁰⁵ C. BRESCIA MORRA, C. SALLES, *Trasferimento del controllo societario e opa obbligatoria: profili di efficienza ed equità*, in *Banca impresa società*, 2002, p. 460.

⁴⁰⁶ Cfr. Borsa di Copenhagen, Codice deontologico, commento al § 7.

⁴⁰⁷ P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., p. 154. Si veda anche G. MINERVINI, *Le società quotate nel testo unico sull'intermediazione finanziaria. Prove tecniche di riforma*, in *Riv. dir. civ.*, II, 1998, p. 210, secondo il quale "l'obbligo di opa totalitaria alla soglia del 30% è veramente una pillola avvelenata contro le scalate".

espressa in termini di azioni, ma viene preso quale parametro di riferimento la capacità di incidenza di un socio in termini di diritti di voto disponibili.

La rilevanza degli strumenti finanziari ai fini dell'obbligo di offerta discende dall'attribuzione agli stessi di quei diritti di voto rilevanti ai fini del controllo: se infatti ai sensi dell'art. 2351 c.c. è riconosciuto il diritto di nominare un membro dell'organo amministrativo, l'art. 2346, co. 6, c.c. specifica che gli strumenti finanziari c.d. partecipativi non potranno essere dotati del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

Verrebbe allora a configurarsi in capo agli strumenti finanziari una nozione di controllo diversa da quella di cui all'art. 2359 c.c., che prevede il potere di indirizzo e di incidenza sulle scelte gestionali, e non, come in questo caso, il potere di "sorveglianza" che si concreta nel diritto di ricevere e raccogliere informazioni, di verificare la corrispondenza delle realtà così conosciute a regole, modelli o valori⁴⁰⁸.

La formulazione del codice civile non chiarisce quale sia il numero di amministratori, sindaci o consiglieri di gestione designabili, ed in particolare se ai portatori di strumenti finanziari nel loro complesso possa riservarsi un solo amministratore e/o sindaco, o se tale diritto possa essere attribuito ad ogni categoria di strumenti finanziari e, in tal caso, se sussistano limiti assoluti di nomina extra-assembleare⁴⁰⁹.

Il Considerando n. 11 della Direttiva 2004/25/CE prevede che "l'obbligo di promuovere un'offerta non si dovrebbe applicare in caso di acquisto di titoli che non conferiscono diritti di voto nelle assemblee generali ordinarie degli azionisti", salvo poi prevedere che sia in facoltà degli Stati membri stabilire che i medesimi titoli siano comunque oggetto dell'offerta stessa. Stando, quindi, al tenore letterale del Considerando, dovrebbe essere esclusa la rilevanza degli strumenti finanziari ai fini dei presupposti dell'opa obbligatoria.

⁴⁰⁸ M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., p. 467.

⁴⁰⁹ M. NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria*, cit., p. 7, il quale propone la metà meno uno dei componenti degli organi di amministrazione e controllo.

Ciononostante, nella prassi, gli strumenti finanziari potranno incidere sulla capacità di un soggetto di acquisire o rafforzare il potere di ingerenza nella gestione sociale, in particolare nel caso in cui sia attribuito statutariamente il diritto di nomina degli amministratori che, congiuntamente al diritto derivante dal possesso azionario, consenta di eleggerne la maggioranza - circostanza ormai pacificamente accettata nel nostro ordinamento quale presunzione di sussistenza del controllo -.

Se, infatti, si considera necessario e sufficiente, ai fini del controllo sulla gestione sociale, il potere di deliberare la nomina dell'organo amministrativo, l'apparente contraddizione tra gli artt. 2351 e 2346 c.c. dovrebbe essere risolta nel senso che pur non disponendo gli strumenti finanziari del diritto "pieno" di voto, il diritto di nomina di un componente dell'organo amministrativo e gli specifici argomenti sui quali potranno statutariamente deliberare rileveranno ai fini del controllo e del raggiungimento di diritti di voto equivalenti ad una partecipazione del 30%.

Da quanto sopra esposto ne consegue che sebbene il diritto di voto riconosciuto ai portatori di strumenti finanziari sia funzionale all'esercizio del controllo inteso quale monitoraggio e non già quale diritto di intervento nella gestione sociale, la possibilità attribuita di nominare un membro del consiglio di amministrazione andrebbe ad incidere, ancorché quale effetto secondario, sulla configurabilità del controllo.

Tutto ciò premesso, l'ampia libertà riconosciuta agli statuti di modulare i diritti attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi, impone all'interprete una ricostruzione in chiave sistematica dell'istituto. La funzione economica degli strumenti finanziari dovrà trovare equilibrio rispetto ai principi dell'ordinamento societario. Di là da valutazioni circa l'effettivo utilizzo nella prassi di tali strumenti⁴¹⁰, non si può disconoscere che in caso di attribuzioni patrimoniali agli strumenti finanziari configurate alla stregua di *residual claims*, il riconoscimento del diritto di *voice*, ed in particolare del diritto di

⁴¹⁰ Cfr. il documento di consultazione sulla revisione del regolamento emittenti dalla Consob del 8 novembre 2004.

nomina e revoca degli membri degli organi sociali di controllo o una componente minoritaria, e non esecutiva, degli organi di amministrazione che svolgano attività di monitoraggio sulla gestione sociale, potrebbe consentire ad un soggetto, congiuntamente alla partecipazione azionaria detenuta, di esercitare un controllo sulla società pari a quello di chi detenga una partecipazione azionaria superiore al 30%.

Si consideri, in linea teorica, il caso sopra citato, di una società quotata nella quale un soggetto, in virtù della propria partecipazione azionaria e di una particolare clausola statutaria del voto di lista possa nominare la metà dei componenti del consiglio di amministrazione, e, nel contempo, disponendo della maggioranza di strumenti finanziari partecipativi, cui è riservata la nomina di un amministratore – ancorché indipendente – disponga, nel complesso, della nomina della maggioranza dell'organo amministrativo.

7. Disparità di trattamento e profili critici

Se gli strumenti finanziari assumono rilievo, ancorché subordinatamente al possesso di una partecipazione azionaria, ai fini dell'obbligo di avvio di un'offerta pubblica di acquisto, i medesimi non formano oggetto dell'opa totalitaria, che viene comunque ad essere limitata alle azioni quotate con diritto di voto nelle materie indicate dall'art. 105 t.u.f.

Sotto questo profilo il legislatore della riforma sembra optare per una soluzione parziale⁴¹¹: gli strumenti finanziari ricevono un trattamento profondamente diverso dalle azioni, anche quando dal loro possesso possa derivare un potere di influire nella gestione sociale. Tale soluzione potrebbe giustificarsi alla luce dell'esigenza di non rendere eccessivamente oneroso il costo del cambiamento del controllo societario: l'estensione dell'obbligo di offerta anche agli strumenti finanziari incrementerebbe il costo del trasferimento del controllo, con effetti potenzialmente controproducenti.

⁴¹¹ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 335.

Al tempo stesso, però, l'esclusione degli strumenti finanziari dall'oggetto dell'opa obbligatoria può incidere sensibilmente e negativamente sull'appetibilità di tale forma di investimento, che risulta di fatto discriminata rispetto alle azioni, essendo esclusa dalla ripartizione del plusvalore connesso con il trasferimento del pacchetto di maggioranza.

Nel momento in cui, poi, fosse riconosciuta e disciplinata la rilevanza degli strumenti finanziari ai fini del superamento della soglia di partecipazione per l'avvio dell'opa, tale soluzione comporterebbe una doppia penalizzazione degli strumenti finanziari, in quanto dalla titolarità degli stessi può derivare il superamento della soglia rilevante e, tuttavia, l'esclusione dai potenziali benefici che l'applicazione della disciplina dell'opa può comportare.

Di più, è stato osservato come la presenza di strumenti finanziari partecipativi possa sortire effetto negativo sulla disciplina dell'opa obbligatoria: l'ampliamento dei soggetti legittimati ad esprimere il diritto di voto su argomenti rilevanti per l'esercizio del controllo, fino a questo momento riservati ai soci e il potenziale svuotamento del contenuto delle azioni ordinarie mediante attribuzione statutaria del diritto di nomina dei membri degli organi di amministrazione e controllo agli strumenti finanziari, potrebbero rendere meno "allettanti" le azioni ordinarie agli occhi del potenziale scalatore⁴¹². L'emissione di strumenti finanziari potrebbe rappresentare, così, una misura difensiva anti-scalata di carattere preventivo⁴¹³.

Tale potenziale effetto dovrebbe trovare poi coordinamento con la c.d. *breakthrough rule*, introdotta dalla direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto⁴¹⁴, che recita:

“Le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente non hanno effetto nell'assemblea generale che decide su misure di difesa eventuali conformemente all'articolo 9. Le

⁴¹² R. LENER, A. TUCCI, *La nuova disciplina delle opa, cit.*, p. 555.

⁴¹³ Della stessa opinione anche L. ENRIQUES, *Quartum non datur, cit.*, p. 16, il quale evidenzia come gli strumenti finanziari potrebbero prestarsi a vari usi, tra i quali quello di *poison pill*, ossia strumenti idonei a rendere più costose, se non impossibili, le scalate ostili.

⁴¹⁴ Direttiva 2004/25/CE, art. 11.

restrizioni al diritto di voto previste in accordi contrattuali tra la società emittente e possessori di titoli di questa società o in accordi contrattuali tra possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della presente direttiva, non hanno effetto nell'assemblea generale che decide eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9. I titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide su eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9. Quando, a seguito di un'offerta, l'offerente detiene il 75 % o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto di cui ai paragrafi 2 e 3 e qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri dell'organo di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione. A tal fine, l'offerente deve avere il diritto di convocare un'assemblea generale a breve termine, a condizione che questa assemblea non si tenga meno di due settimane dopo la sua notifica. Quando si sopprimono diritti sulla base dei paragrafi 2, 3 o 4 e/o dell'articolo 12 è d'obbligo fornire un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari di questi diritti. Le condizioni per determinare questa compensazione e le modalità del pagamento sono fissate dagli Stati membri. I paragrafi 3 e 4 non si applicano ai titoli quando le restrizioni ai diritti di voto sono compensate con vantaggi pecuniari specifici”

La *ratio* della regola di neutralizzazione risiede nel rendere inefficaci le limitazioni al diritto di voto previste dallo statuto della società emittente nell'assemblea convocata per deliberare su misure difensive e non opponibili all'offerente le restrizioni al diritto di voto, con particolare riguardo ai diritti di nomina o revoca di membri dell'organo di amministrazione, allorché questi

venga a detenere, a seguito dell'offerta, una partecipazione astrattamente idonea a modificare lo statuto.

8. Proposte regolamentari

Sebbene gli strumenti finanziari c.d. partecipativi non possono incidere in maniera autonoma sul controllo societario, tali strumenti possono invece assumere rilievo nell'ambito della disciplina dell'opa obbligatoria al fine di evitare che gli stessi costituiscano uno strumento di elusione dell'obbligo.

In particolare, gli strumenti finanziari potrebbero divenire rilevanti in situazioni nelle quali l'acquisto di azioni non determini di per sé il superamento della soglia del 30%, ma dia luogo all'effettivo trasferimento del controllo grazie al trasferimento congiunto di strumenti finanziari dotati del diritto di nomina dell'organo amministrativo nei casi in cui la nomina anche di un solo amministratore indipendente possa risultare determinante per gli equilibri di governo della società⁴¹⁵.

Al fine di limitare tali fattispecie elusive, pur senza minare le esigenze del mercato e la semplicità applicativa, si potrebbe ipotizzare una disciplina dell'opa obbligatoria fondata su due differenti presupposti: da un lato, conformemente alla disciplina vigente, il mero possesso di azioni con diritto di voto sulle materie di cui all'art. 105, co. 2, t.u.f. - nel qual caso il presupposto rimarrebbe ancorato al superamento della soglia fissa a prescindere dall'effettiva acquisizione del controllo nella società quotata -; dall'altro, nel caso di possesso congiunto di azioni e strumenti finanziari partecipativi, non potendosi prevedere una soglia fissa rapportata al capitale sociale, il presupposto dovrà essere individuato nell'acquisto del controllo, come in costanza del previgente regime di cui alla l. n. 149/92.

In tale ipotesi, esigenze di accertamento richiederanno l'individuazione di una soglia alternativa calcolata non sul capitale sociale, cui gli strumenti finanziari sono estranei, ma in seno al consiglio di amministrazione: si riterrà

⁴¹⁵ C. RABITTI BEDOGNI, *Azioni, cit.*, p. 227.

sufficiente ai fini dell'esercizio del controllo, il potere di nomina della metà più uno dei consiglieri di amministrazione.

INDICE BIBLIOGRAFICO

- AA. VV., *Osservazioni dell'Istituto di diritto Angelo Sraffa dell'Università Bocconi di Milano*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1529
- AA. VV., *The anatomy of corporate law, a comparative and functional approach*, Oxford, 2004
- ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002
- ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, p. 150
- ALLEGRI V., *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2004, n. 2, p. 250
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004
- ANNUNZIATA F., *La nuova disciplina dell'opa in Francia*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1284
- ASCARELLI F., in B. LIBONATI e G. VISENTINI (a cura di), *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, Milano, 1980
- ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2003, p. 98.
- BEBCHUK L., HART O., *A threat to dual-class shares*, in *Financial Times*, 31 maggio 2002, p. 11
- BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 853
- BELCREDI M., *Le implicazioni delle scelte di finanziamento per i comportamenti manageriali*, in M. CATTANEO (a cura di), *Manuale di finanza aziendale*, Bologna, 1999
- BELLAVITE PELLEGRINI C., *Il quasi-equity*, Milano, 2003
- BERLE A. A., *"Control" in corporate law*, in *Columbia law review*, vol. 58 (1958), p. 1212
- BERTACCHINI E., *Le ragioni del credito nelle società riformate*, Padova, 2004

- BIANCHI L. A., *Commento sub art. 105*, in P. G. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Milano, 1999
- BIANCHI L. A., *La definizione di società “controllate” e “collegate”*, in M. BUSSOLOTTI (a cura di), *La nuova disciplina dei bilanci di società*, Torino, 1993
- BLACK F., COX J., *Valuing corporate securities: some effects of bond indenture provisions*, in *Journal of finance*, 31 (1976), p. 351
- BLAIR M., *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Washington, 1995, p. 230
- BONELLI F., *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, *MF*, 13 aprile 2005, p. 13
- BREALEY R. A., MYERS S. C., SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, Milano, 1999
- BRESCIA MORRA C., SALLEO C., *Trasferimento del controllo societario e opa obbligatoria: profili di efficienza ed equità*, in *Banca impresa società*, 2002, p. 460
- BUCCELLATO F., *Sollecitazione all'investimento e mercato del controllo*, Milano, 2004
- CACCHI PESSANI S., *Le azioni proprie nei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 289
- CALVOSA L., *La partecipazione eccedente*, Milano, 1999
- CAMPOBASSO G. F., *Diritto commerciale*, II, Torino, 2002
- CAPASSO A., *Assetti proprietari e governo d'impresa*, Padova, 1996
- CARATOZZOLO E., *Art. 2376 c. c.*, in LO CASCIO (a cura di), *Società per azioni*, Milano, 2003
- CARBONETTI F., *Che cos'è un valore mobiliare?*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 290
- CARBONETTI F., *Dai “valori mobiliari” agli “strumenti finanziari”*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 1117
- CARBONETTI F., *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1358
- CARDARELLI M. C., *Azioni e modi di partecipazione*, in G. BONFANTE (a cura di), *Codice commentato delle nuove società*, Milano, 2004

- CARRIERO G., *La legge sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari: tecniche giuridiche ed obiettivi*, in *Foro It.*, 1998, V, c. 309
- CARRIERO G., *Statuto dell'impresa di investimento e disciplina del contratto nella riforma del mercato finanziario*, Milano, 1997
- CASELLI G., *Problemi in tema di nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Contratto e impresa*, 1989, p. 83
- CASTELLANO G., *I titoli di massa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1987, I, p. 25
- CECCHI P., *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, 1999
- CERRAI A., *Le imprese editoriali*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 8, Torino, 1992, p. 499
- CHEFFINS B., *Company law (theory, structure and operation)*, Oxford, 1997
- CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 385
- CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006
- 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, p. 221
- COATES J., *Ownership, takeovers and EU law: how contestable should EU corporations be?*, in G. FERRARINI, K. HOPT, J. WINTER e E. WYMEERSCH (a cura di), *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford, 2004, p. 682
- COREY G. S., MARR M. W., SPIVEY M. F., *Are bondholders owed fiduciary duty?*, in *Florida State University Law Review*, 18 (1991), p. 981
- CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 417
- COSTA C., *Le assemblee speciali*, in G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE (in diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 3, II, Torino, 1993
- DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, p. 366
- DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981
- DENOZZA F., *L'"amministratore di minoranza" e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 767
- DESANA E., *Le azioni e il diritto di voto*, in S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003

- DI BRINA L., *Commento sub art. 105*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998
- DI CATALDO V., *Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione della minoranza*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 644
- DI CHIO G., *Titoli atipici*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, XV, Torino, 1991
- DIMUNDO F., *Art. 2346 c. c.*, in LO CASCIO (a cura di), *Società per azioni*, Milano, 2003
- EASTERBROOK F. H., FISHEL D. R., *Close corporations and agency costs*, in *Stanford Law Review*, 38 (1986), p. 271
- EASTERBROOK F. H., FISHEL D. R., *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996
- ENRIQUES L., *Capitale, azioni e finanziamento della Società europea: quando meno è meglio*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 403
- ENRIQUES L., MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee al capitale sociale*, *Riv. soc.*, 2002, p. 78
- ENRIQUES L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002
- ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, dattiloscritto
- ENRIQUES L., *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi e ibridi e di azioni correlate e riscattabili*, in M. DE TILLA, G. ALPA e S. PATTI (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Roma, 2003
- FAMA E. F., *Agency problems and theory of the firm*, in *Journal of Political Economy*, 88 (1980), p. 290
- FERRARINI G., *"Un'azione – un voto": un principio europeo?*, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 43
- FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1996
- FERRI JR. G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, p. 814
- FERRI JR. G., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, p. 124
- FERRO-LUZZI P., *Le azioni di risparmio; "vingt ans après"*, Milano, 1998

- FUSCONI A., *Economia e struttura dei mercati degli strumenti finanziari*, Torino, 1999
- GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, in F. GALGANO (diretto da), *Tratt. dir. comm. dir. pubbl. econ.*, XXIX, Padova, 2003, p. 135.
- 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, p. 645.
- GATTI M., *Appunti sulla nozione di partecipazione rilevante per i presupposti e per l'oggetto dell'opa successiva obbligatoria alla luce della riforma del T.U.F.*, reperibile su www.cedif.org.
- GATTI M., *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'“autorizzazione di conferma”*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 511
- GILSON R. J., KRAAKMAN R., *Reinventing the outside director: an agenda for institutional investors*, in *Stanford Law Review*, 43 (1991), p. 863
- GILSON R., *Evaluating dual class common stock: the relevance of substitutes*, in *Virginia law review*, 73 (1987), p. 808
- GRISSINI F. A., *C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?*, in *Mercato concorrenza regole*, 2004, p. 436
- GROSSMAN S., HART O., *One share – one vote and the market for corporate control*, in *Journal of financial economics*, 20 (1998), p. 175
- GROSSO P., *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Le società*, 2003, p. 1308
- GROSSO P., *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003
- GULATI G. M., KLEIN W. A., ZOLT E. M., *Connected contracts*, in *UCLA Law Review*, 47 (2000), p. 894
- HIRTE H., *The takeover directive – a mini-directive on the structure of the corporation: is it a trojan horse?*, in *European company and financial law review*, 1 (2004), p. 10
- HU H. T. C., *New financial products, the modern process of financial innovation, and the puzzle of shareholder welfare*, in *Texas Law Review*, 36 (1991), p. 1273
- JAEGER P. G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 795

JAEGER P. G., MARCHETTI P. G., *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 635

JAVIER JUSTE M., *La partecipazione della minoranza nella nomina di amministratori di società per azioni: sulla possibilità di introdurre un sistema proporzionale di elezione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 964

JENSEN M. C., MECKLING W. H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3 (1976), p. 310

JENSEN M. C., SMITH JR C. W., *Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory*, 1985, disponibile su www.ssrn.com

KLEIN W. A., *The modern business organization: bargaining under constraints*, in *Yale Law Journal*, 91 (1982), p. 1521

LA PORTA U., *Dal "tipo contrattuale" al "modello di società": autonomia contrattuale e norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Le società*, 2002, n. 1, p. 12

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, p. 519

LAMANDINI M., *Capitale di rischio, capitale di debito, e diritto di voto. Spunti per la riforma del diritto societario*, in *Banca impresa società*, 2000, n. 3, p. 363

LAMANDINI M., *Il "controllo", nozioni e "tipo" della legislazione economica*, Milano, 1995

LAMANDINI M., *Perpetual notes*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I, p. 608

LAMANDINI M., *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 M. DE TILLA, G. ALPA e S. PATTI (a cura di), *Nuovo diritto societario*, Roma, 2003

LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001

LEMME G., *Il voto di lista*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, p. 364

LENER R., *Gli amministratori indipendenti*, in G. SCOGNAMIGLIO (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003

LENER R., *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in G. FERRARINI, P. G. MARCHETTI (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari*, Roma, 1998

- LENER R., TUCCI A., *La nuova disciplina delle opa e i poteri della Consob*, in *Le società*, 2004, p. 552
- LIBONATI B., *L'impresa e le società*, Milano, 2004
- LIBONATI B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999
- LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005
- MAGLIULO F., *La disciplina statutaria delle diverse categorie di azioni, obbligazioni e dei nuovi strumenti finanziari*, dattiloscritto
- MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 33.
- MARANO P., *Mercati di capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 155
- MARASA' G., *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 6, I, Torino, 1993
- MARCHETTI C., *La "nexus of contracts" theory*, Milano, 2000
- MARCHETTI P. G., *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 562.
- MARCHETTI P. G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, p. 489
- MARCHETTI P. G., *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1
- MARCHETTI P. G., *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, I, p. 142
- MCDANIEL M. W., *Bondholders and stockholders*, in *Journal of Corporation Law*, 13 (1988), p. 205
- MICOSSI S., BELCREDI M., *Una poltrona per la minoranza*, 11 aprile 2005, dal sito www.lavoce.info
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960
- MIGNONE G., *Commento sub art. 2346, 6° comma*, in G. COTTINO (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004
- MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, 5° comma*, , in G. COTTINO (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004

- MINERVINI G., *Le società quotate nel testo unico sull'intermediazione finanziaria. Prove tecniche di riforma*, in *Riv. dir. civ.*, II, 1998, p. 210
- MITCHELL L. E., *The fairness rights of corporate bondholders*, in *N. Y. U. Law Review*, 65 (1990), p. 1165
- MONTALENTI P., *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 720
- MONTALENTI P., *Opa: la nuova disciplina, Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 153
- NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili della disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 551
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, p. 51
- NOTARI M., *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Le società*, 2005, p. 7
- NOTARI M., STELLA RICHTER JR M., *Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio*, in *Le società*, n. 5, 2006, p. 533.
- OPPO G., *In tema di "invalidità" delle deliberazioni del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1967, p. 924
- OPPO G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, p. 67
- P. G. MARCHETTI, P. MAGNANI, *Commento sub art. 148*, in MARCHETTI P. G., BIANCHI L. A., *La disciplina delle società quotate, Commentario*, vol. II, Milano, 1999
- PACIELLO A., *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, p. 165
- PANTÈ F. G. e QUATRARO G., *Azioni obbligazioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2004
- PAVONE LA ROSA A., *Titoli "atipici" e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzate della grande impresa*, in G. B. PORTALE (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, p. 458
- PEDERZINI E., *Profili contrattuali delle offerte pubbliche d'acquisto*, Milano, 2004
- PELLIZZI G., *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967
- PERICU A., *Il ruolo degli amministratori indipendenti nei paesi dell'Europa continentale*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, p. 122

- PERUGINO S., *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Le società*, 2004, n. 8, p. 944
- PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1275
- PORTALE G. B., *“Prestiti subordinati” e “Prestiti irredimibili”*, *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 7
- PORTALE G. B., *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. giur.*, 2003, p. 1665
- PORTALE G. B., *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Corr. giur.*, 2003, p. 146
- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE (in diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 3, II, Torino, 1993, p. 9
- PREITE D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 492
- PRESTI G., MACCABRUNI F. F., *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, p. 112
- RABITTI BEDOGNI C., *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2004, p. 226
- RESCIO G. A., *I sindacati di voto*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 3, I, Torino, 1994
- RICCARDELLI N., *Sottrazione all'assemblea del potere di nomina dell'organo amministrativo*, in *Le Società*, 1993, p. 951
- RUGGIERO C., *Gli strumenti finanziari*, in *I contratti*, 2005, n. 5, p. 502
- SALAFIA V., *Titoli di partecipazione e di debito*, in *Le società*, 2004, p. 282
- SALANITRO N., *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, p. 283
- SANSONE G., *La nomina degli amministratori nelle società per azioni*, in *Le società*, 1983, p. 1004
- SANTAGATA R., *Strumenti finanziari partecipativi a “specifici affari” e tutela degli investitori in patrimoni destinati*, in *BBTC*, 2005, p. 305
- SANTORO V., *Commento sub art. 2351*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, vol. 2/I

- SANTOSUOSSO D., *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003
- SARALE M., *Azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari*, intervento alla giornata di studi *Riforma del diritto societario: riflessi sulle società partecipate da enti pubblici*, Torino, 20-21 ottobre 2003, su www.finpiemonte.it
- SCALFI G., *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1971, p. 40
- SCIMEMI E., *Il nuovo diritto europeo degli strumenti finanziari*, in *NGCC*, 2005, p. 394.
- SCOTT R.E., *A relational theory of secured financing*, in *Columbia Law Review*, 86 (1986), p. 901
- SERAFINI S., *La qualificazione dei rapporti di controllo ai fini dell'accertamento dell'obbligo di redazione del bilancio consolidato*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 127
- SFAMENI P., *La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2002, I, p. 287
- SILVETTI C., *Nomina di amministratori da parte di gruppi di soci nelle società di capitali*, in *Giur. it.*, 1970, II, p. 548
- SKOG R., *Se l'opa obbligatoria sia davvero necessaria. Riflessioni critiche alla luce del sistema svedese*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 972
- SPADA P., *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, p. 19
- SPADA P., *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del millennio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 407
- SPOLIDORO M. S., *Conferimenti e strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, n. 2, p. 215
- SPOLIDORO M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in M. RESCIGNO, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, p. 38
- SPOLIDORO M. S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 458
- SQUILLACE N., *La legge 2 gennaio 1991, n. 1, e i contratti swap*, in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 79

STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento sub art. 2346*, in G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Napoli, 2004, p. 265

STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento sub art. 2351*, in G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Napoli, 2004, p. 312

STELLA RICHTER JR. M., *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca impresa società*, 2005, n. 2, p. 165

STELLA RICHTER M., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in B. LIBONATI (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995

Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nelle società per azioni, Commissione studi d'impresa, disponibile su www.notariato.it

SZEGO B., *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, dattiloscritto

TOFFOLETTO A., *Amministrazione e controlli*, in AA.VV., *Diritto delle società, manuale breve*, Milano, 2004

TOMBARI U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 1070

TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1096

TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nelle società per azioni*, in "Studi e materiali" del Consiglio nazionale del notariato, 2005

ULISSI L., *Le assemblee speciali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1996, II, p. 157

VALENSISE P., *Commento all'articolo 2409-septiesdecies*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società, op. cit.*

WEIGMANN R., *Commento sub art. 105*, in G. F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo unico della finanza*, II, Torino, 2002

WEIGMANN R., *La nuova disciplina delle opa*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Atti del Convegno di Santa Margherita Ligure 13-14 giugno 1998, Milano, 1998

WEIGMANN R., *Offerte pubbliche di acquisto volontarie e obbligatorie*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 10, II, Torino, 1993

WILLIAMSON O. E., *Corporate governance*, in *The economic institutions of capitalism*, New York, 1985

WILLIAMSON O. E., *Corporate governance*, in *Yale Law Journal*, 93 (1984), p. 1211