



Università degli Studi di Bologna

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA
Dottorato di Ricerca in Diritto Civile
XIX Ciclo

MARIO BARALDI

**I WARRANTS O BUONI DI OPZIONE:
QUALIFICAZIONE GIURIDICA E DISCIPLINA**
(CONTRIBUTO ALLO STUDIO SULLA FORMAZIONE DEL CONTRATTO)

Coordinatore:
Chiar.ma Prof.ssa
DANIELA MEMMO

Tutore:
Chiar.mo Prof.
FRANCESCO GALGANO

*al mio caro Maestro Francesco Galgano
con affetto stima e gratitudine*

RINGRAZIAMENTI

Desidero ringraziare in primo luogo il prof. Francesco Galgano, guida sicura e punto di riferimento costante nello studio, nella professione e nella vita.

Esprimo inoltre la mia profonda riconoscenza ai miei genitori, a mia moglie Sabrina ed al piccolo Pietro Maria, che, con pazienza, mi hanno accompagnato e sostenuto negli studi. A loro, conforto di ogni fatica, tutto il mio affetto.

Desidero riservare un ringraziamento particolare a tutti coloro che mi hanno aiutato nella raccolta e nella traduzione del materiale in lingua straniera, e, in special modo, il dott. Friedrich Westrick, il prof. Marco Torsello, l'avv. Björn Goldman, l'avv. Margarida Marques Born e la prof.ssa Fernanda Moretón Sanz.

Ringrazio infine i colleghi di studio nella professione forense, che, con rara disponibilità, mi hanno consentito di dedicarmi all'attività di ricerca.

INDICE SOMMARIO

CAPITOLO PRIMO

INTRODUZIONE

1. – Caratteri generali e funzione pag. 13
2. – I *warrants* e i *covered warrants*: caratteri comuni e differenze pag. 21

CAPITOLO SECONDO

L'EVOLUZIONE STORICA DEI WARRANTS

1. – Le origini dello strumento in Gran Bretagna e negli Stati Uniti
d'America pag. 29
2. – L'esperienza degli altri paesi europei pag. 40
3. – L'Italia pag. 60

CAPITOLO TERZO

IL WARRANT COME CONTRATTO E COME TITOLO DI CREDITO

1. – La natura giuridica del *warrant* pag. 73
2. – La natura giuridica del diritto rappresentato dal *warrant* pag. 81

2 (a). <i>Il procedimento «diretto»</i>	pag. 82
2(b). <i>Il procedimento «indiretto»</i>	pag. 91
3. – Sulla natura aleatoria o meno del contratto sotteso al <i>warrant</i>	pag. 99
4. – L’esercizio del diritto da parte del portatore del <i>warrant</i>	pag. 107

CAPITOLO QUARTO

LA TUTELA DEI PORTATORI DI WARRANTS

1. – La rilevanza del problema	pag. 111
2. – Il regolamento di Borsa Italiana s.p.a. e l’esperienza straniera	pag. 113
3. – Gli aumenti di capitale a titolo oneroso e le emissioni di obbligazioni convertibili in pendenza del termine per l’esercizio dei <i>warrants</i>	pag. 119
– 3.(a) <i>Disciplina generale</i>	pag. 119
– 3.(b) <i>Il rispetto del regolamento di Borsa Italiana s.p.a. sotto il profilo formale e sostanziale e la vessatorietà delle clausole da esso difformi</i>	pag. 122
– 3.(c) <i>Sulla risolubilità del contratto di opzione sotteso ai warrants in caso di inadempimento dell’emittente quando il corrispettivo sia implicito nel prezzo dei titoli a cui i warrants siano stati abbinati</i>	pag. 155
4. – Gli aumenti di capitale gratuiti	pag. 167
5. – Le fusioni e le scissioni	pag. 172
6. – La riduzione del capitale per perdite, la riduzione volontaria del capitale esuberante, la modifica delle disposizioni statutarie	

concernenti la ripartizione degli utili ed il raggruppamento o
frazionamento delle azioni pag. 175

7. – Altre operazioni potenzialmente pregiudizievoli per i portatori
di *warrants* pag. 179

BIBLIOGRAFIA pag. 187

«Entrez dans la Bourse de Londres ... Là, le juif, le mahométan et le chrétien traitent l'un avec l'autre comme s'ils étaient de la même religion, et ne donnent le nom d'infidèles qu'à ceux qui font banqueroute»

Voltaire, Lettres philosophiques
Sixième lettre, sur les presbytériens

CAPITOLO I

INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1. Caratteri generali e funzione. – 2. I *warrants* e i *covered warrants*: caratteri comuni e differenze.

1. Caratteri generali e funzione

Il *warrant* è un documento rappresentativo di un diritto potestativo, che trae origine da un contratto di opzione, attestante l'impegno di un soggetto (avente la forma di società per azioni) a consegnare o a far sottoscrivere al portatore del documento (*warrant call*, ossia per sottoscrivere o acquistare) ovvero ad acquistare da esso (*warrant put*, ossia per vendere) un quantitativo di titoli predeterminato a fronte della presentazione del certificato che include il *warrant* e del versamento di un corrispettivo previamente concordato (il prezzo di esercizio) entro o in corrispondenza di una certa data secondo le condizioni prestabilite nel documento medesimo ⁽¹⁾ e nel regolamento

⁽¹⁾ REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, in *Michigan Law Review*, 1972, vol. 70, p. 1412; KEITH, *Convertible securities and stock purchase warrants*, in *Rocky Mountain Law Review*, 1929, vol. 2, p. 19, che riporta sul punto la definizione di BERLE, in *Studies in the law of corporation finance*, Chicago, 1928, p. 131; GARNER-FORSITHE, *Stock purchase warrants and «rights»*, in *Southern California Law Review*, 1931, vol. 4, p. 269 ss., specie p. 275 e p. 277; RIGHINI, *Warrant*, in *Digesto comm.*, Torino, 1999, vol. XVI, p. 486; MARCHETTI, *Documenti in materia di warrants*, in *Rivista delle società*, 1984, p. 203-204; SPATAZZA, in *Trattato di diritto commerciale diretto da Gastone Cottino*, VII, *Titoli di credito*, 2006, p. 224. Si veda anche l'art. 2.2.10 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., deliberato ai sensi dell'art. 62 del Testo unico dell'intermediazione

di emissione predisposto dall'emittente. Il *warrant* può essere accessorio ad un documento principale (quale un'azione o un'obbligazione) o circolare autonomamente.

Per effetto del d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213 ⁽²⁾, che ha dettato anche norme in tema di dematerializzazione, il *warrant* può anche configurarsi come lo strumento finanziario dematerializzato che si riferisca ai diritti sopra menzionati spettanti al portatore del *warrant* medesimo ⁽³⁾. Il trasferimento degli strumenti finanziari dematerializzati, com'è noto, avviene non già attraverso le normali procedure previste nel codice civile in tema di titoli di credito, bensì attraverso il trasferimento dal conto dell'alienante a quello dell'acquirente dell'annotazione dei titoli in questione, sicché l'intestazione del conto attribuisce una posizione analoga a quella che compete al soggetto legittimato ad esercitare i diritti incorporati in un titolo di credito ⁽⁴⁾.

finanziaria (d. lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, c.d. TUF o TUIF) nonché l'art. 25, lett. h del Regolamento intermediari Consob n. 11522/1998, sui quali si dirà nel prosieguo.

⁽²⁾ Il decreto menzionato era attuativo della l. 17 dicembre 1997, n. 433 sull'introduzione dell'euro.

⁽³⁾ LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 237; v. anche SPATAZZA, in *Trattato di diritto commerciale*, cit., p. 217, il quale ricorda anche che l'art. 28 del d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213 impone che gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati finanziari siano completamente dematerializzati e che a tale completa dematerializzazione possa accedersi anche volontariamente per gli altri strumenti finanziari.

⁽⁴⁾ GALGANO-GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia a cura di Francesco Galgano*, Padova, 2006, p. 188-189, ove ulteriori riferimenti: gli A. ricordano, peraltro, che Cass., 14 giugno 2000, n. 8107, in *Giust. civ.*, 2000, I, p. 2593, pur ammettendo che con il nuovo regime di dematerializzazione viene superata la fisicità del titolo (al limite dell'eliminazione di qualsiasi tipo di supporto cartaceo), stabilisce che la dematerializzazione non elimina anche la necessità dell'individuazione a norma dell'art. 1378 c.c., attraverso meccanismi sia pure alternativi di scritturazione, del titolo stesso come bene immateriale, configurandosi questi altrimenti come un semplice credito e non come un titolo di credito; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, p. 229; SPATAZZA, in *Trattato di diritto commerciale*, cit., p. 217, il quale osserva che una volta destinato e ammesso alla negoziazione nei mercati regolamentati e sottoposto alla dematerializzazione, lo strumento finanziario concettualmente si sovrappone al titolo di credito. Così titoli di massa rivolti ad operazioni di largo finanziamento e destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati non esisteranno più, sostituiti dal contratto negoziato e dalla cessioni di questo tramite le registrazioni sui conti assistite dalla citata tutela *ex artt.* 32 e 33 della l. n. 213 del 1998.

I *warrants* rientrano tra gli strumenti a disposizione delle società per reperire nuovi mezzi di finanziamento ⁽⁵⁾ e si dimostrano particolarmente utili nei periodi di scarsità di denaro circolante ⁽⁶⁾ e di inflazione, della quale attenuano l'alea ⁽⁷⁾. I *warrants* non attribuiscono ai portatori diritti patrimoniali o amministrativi nella società emittente i titoli di compendio e pertanto non appartengono agli «strumenti finanziari partecipativi» menzionati nella rubrica della sezione V del titolo IV del quinto libro del codice civile a seguito della riforma delle società di capitali del 2003 ⁽⁸⁾.

Rispetto all'emissione diretta dei titoli azionari (ai quali, nella maggior parte dei casi, i *warrants* danno diritto) i *warrants* presentano rilevanti vantaggi per la società emittente, che in tal modo amplia e diversifica le proprie fonti di approvvigionamento finanziario ⁽⁹⁾. In particolare, quando i *warrants* fanno parte di un «pacchetto» con il quale la società emittente intende vendere obbligazioni, essi consentono il collocamento sul mercato delle obbligazioni ad un rendimento inferiore a quello normalmente riconosciuto poiché il potenziale valore del titolo sottostante ricompensa il finanziatore esterno del minor rendimento dell'investimento finanziario ⁽¹⁰⁾; del pari, anche se emessi autonomamente, essi presentano costi di emissione contenuti quando sono

⁽⁵⁾ CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni, tomo IV, Delle obbligazioni (art. 2410-2420 ter)*, in Commentario Sciaoloja-Branca, a cura di Galgano, Bologna-Roma, 2005, p. 11 ss.

⁽⁶⁾ HAYES-REILING, *Sophisticated financing tool: the warrant*, in *Harvard business review*, 1969, p. 138.

⁽⁷⁾ CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni, tomo IV, Delle obbligazioni (art. 2410-2420 ter)*, cit., p. 12 ss.

⁽⁸⁾ GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, Bologna, 2006, p. 223.

⁽⁹⁾ RUSSO, *Il warrant: natura giuridica e contenuto economico*, in *Amministrazione e finanza*, 1986, p. 884; CAMPANA-COLACCHIA, *Elementi caratteristici del warrant e sua valutazione*, in *Impresa commerciale - industriale*, 1988, p. 1652.

⁽¹⁰⁾ COLLA, *I buoni d'opzione o warrants*, in *Le società*, 1985, p. 64; RUSSO, *Il warrant*, cit., p. 885; HAYES-REILING, *Sophisticated financing tool: the warrant*, cit., p. 138; CUCINOTTA, *I warrant: schema di analisi e ipotesi di utilizzo nel mercato finanziario italiano*, in *Banche e Banchieri*, 1984, p. 1046; CAMPANA-COLACCHIA, *Elementi caratteristici del warrant e sua valutazione*, cit., p. 1651 ss., che definiscono il *warrant* uno «strumento di marketing» in quanto «è molto più facile piazzare un prestito con *warrant* che non un prestito ordinario».

collegati ad una pluralità di operazioni successive sul capitale che rappresentino al portatore la possibilità, successivamente alla conversione, di ampliare ulteriormente la propria partecipazione ⁽¹¹⁾. In generale, inoltre, sia i *warrants* abbinati ad obbligazioni o ad azioni sia i *warrants* autonomi agevolano il collocamento delle azioni presso i piccoli azionisti ed invogliano i terzi ad entrare nella compagine sociale, con conseguente tendenziale ampliamento della base azionaria ⁽¹²⁾; essi, ancora, possono servire per collocare sul mercato un pacchetto di azioni di una società terza di proprietà della società emittente o per premiare dirigenti o dipendenti della società ⁽¹³⁾. Un ulteriore importante vantaggio per l'emittente è che i *warrants* tendono ad orientare al rialzo i corsi per il titolo azionario al quale si riferiscono in quanto il rapporto *warrant*-azione di compendio supera il valore corrente dell'azione all'atto dell'emissione del *warrant* ⁽¹⁴⁾. Anche per le società interessate ad acquisizioni societarie, infine, il ricorso ai *warrants* consente maggiore elasticità nel cercare di soddisfare le richieste economiche dei venditori ⁽¹⁵⁾.

Anche per il portatore i *warrants* assicurano rilevanti vantaggi rispetto all'acquisto diretto delle azioni. In particolare il principale vantaggio consiste nel consentire di investire un quantitativo molto inferiore di denaro per la sottoscrizione di una medesima quantità di azioni limitando il rischio al solo costo del denaro investito per l'acquisto dei *warrants* ⁽¹⁶⁾ e conservando la disponibilità di una quota addizionale

⁽¹¹⁾ RUSSO, *Il warrant*, cit., p. 885.

⁽¹²⁾ COLLA, *I buoni d'opzione o warrants*, in *Le società*, 1985, p. 64; RUSSO, *Il warrant*, cit. 884; HAYES-REILING, *Sophisticated financing tool: the warrant*, cit., p. 139; CAMPANA-COLACCHIA, *Elementi caratteristici del warrant e sua valutazione*, cit., p. 1652.

⁽¹³⁾ COLLA, *I buoni d'opzione o warrants*, cit., p. 64.

⁽¹⁴⁾ RUSSO, *Il warrant*, cit., p. 885.

⁽¹⁵⁾ HAYES-REILING, *Sophisticated financing tool: the warrant*, cit., p. 138.

⁽¹⁶⁾ CUCINOTTA, *I warrant*, cit., p. 1046; conf. COLLA, *I buoni d'opzione o warrants*, cit., p. 64, il quale giunge ad affermare che il vantaggio per il sottoscrittore sarebbe addirittura quello di eliminare il rischio di perdita in quanto egli sarebbe libero di acquistare le azioni cui si riferisce l'opzione se il valore di mercato è superiore a quello prefissato nel buono o altrimenti potrebbe lasciare cadere l'opzione: l'opinione, tuttavia, nella sua absolutezza non sembra

di capitale per redditizi impieghi sostitutivi fino alla scadenza per l'esercizio del *warrant* stesso ⁽¹⁷⁾ a tassi di mercato: ciò spiega perché, come si vedrà, il prezzo dei *warrants* è influenzato anche dall'andamento dei tassi di interesse. Se infatti l'investitore deve finanziare il suo acquisto preferirà acquistare i *warrants* in luogo delle azioni, comportando essi un minore esborso; in ogni caso, tuttavia, se l'investitore per acquistare i *warrants* deve ricorrere ad un finanziamento, in una situazione di tassi di interessi elevati il prezzo dei *warrants* risulterà superiore rispetto a quello che si sarebbe registrato in presenza di tassi contenuti ⁽¹⁸⁾. Il portatore, inoltre, se decide di investire in *warrants* la medesima somma che investirebbe in azioni, grazie al cosiddetto «effetto leva» acquista la facoltà di vedersi assegnata in futuro una partecipazione maggiore rispetto a quella immediatamente ottenibile ⁽¹⁹⁾, purché, ovviamente, egli sappia che al momento opportuno avrà la disponibilità economica per esercitare il diritto di conversione. I *warrants*, inoltre, possono essere ceduti a terzi dall'oblatore anteriormente alla loro scadenza a fronte di un corrispettivo ⁽²⁰⁾ ed il loro utilizzo consente di evitare ritenute fiscali quali sarebbero previste sui proventi di altri titoli o certificati in serie o di massa ⁽²¹⁾, consentendo di spostare al termine dell'esercizio del *warrant* i problemi connessi alle conseguenze fiscali dell'investimento azionario ⁽²²⁾. I *warrants*, infine,

condivisibile in quanto, ove l'emissione dei *warrants* sia onerosa, resta per il sottoscrittore il rischio di perdere, anche integralmente, il capitale investito per l'acquisto dei *warrants*. Nello stesso senso anche ZUNINO, *Quell'oggetto misterioso che viene chiamato «warrant»*, in *Il sole 24 ore*, 15 giugno 1985; CAMPANA-COLACCHIA, *Elementi caratteristici del warrant e sua valutazione*, cit., p. 1652.

⁽¹⁷⁾ RUSSO, *Il warrant*, cit., p. 884; CUCINOTTA, *I warrant*, cit., p. 1046; ZUNINO, *Quell'oggetto misterioso che viene chiamato «warrant»*, cit.; CAMPANA-COLACCHIA, *Elementi caratteristici del warrant e sua valutazione*, cit., p. 1652.

⁽¹⁸⁾ CUCINOTTA, *I warrant*, cit., p. 1047.

⁽¹⁹⁾ RUSSO, *Il warrant*, cit., *ibidem*; CUCINOTTA, *I warrant*, cit., p. 1046; CAMPANA-COLACCHIA, *Elementi caratteristici del warrant e sua valutazione*, cit., p. 1652.

⁽²⁰⁾ COLLA, *I buoni d'opzione o warrants*, cit., p. 64.

⁽²¹⁾ COLLA, *ibidem*.

⁽²²⁾ CAMPANA-COLACCHIA, *Elementi caratteristici del warrant e sua valutazione*, cit., p. 1652.

possono essere utilmente utilizzati con finalità di «copertura», ad esempio garantendo all'acquirente di un pacchetto azionario la possibilità di vendere ad un prezzo predeterminato la partecipazione medesima e limitando così il rischio di eventuali eccessive svalutazioni della stessa. Deve in ogni caso ricordarsi che, a fronte dei richiamati aspetti vantaggiosi rispetto all'acquisto diretto del titolo cui il *warrant* è associato, è correlata la soggezione del *warrant* ad un incremento del rischio provocato dal cosiddetto effetto leva, in ragione del quale per il *warrant* generalmente si verifica un'amplificazione dell'andamento del titolo e, dunque, anche delle eventuali perdite, che possono coincidere anche con l'intero patrimonio investito, come opportunamente la Consob ha segnalato agli investitori ⁽²³⁾.

Il valore di un *warrant* in pendenza del periodo per l'esercizio del diritto in esso incorporato è legato a diverse variabili e, in particolare, diminuisce (i) quando si abbassa il valore dell'attività sottostante (amplificando gli effetti negativi, come si è visto), (ii) quanto più ci si avvicina al termine di scadenza per l'esercizio del diritto in esso incorporato, (iii) quando diminuisce la volatilità dei titoli cui esso si riferisce, (iv) quando cala il tasso di interesse privo di rischio, (v) quando vengono attuate delle distribuzioni di dividendi nonché, ovviamente, (vi) se aumenta il prezzo di esercizio laddove quest'ultimo non sia determinato in maniera fissa bensì variabile ⁽²⁴⁾.

⁽²³⁾ L'Allegato 3 al Regolamento Consob sugli intermediari, pubblicato nel sito www.consob.it, nella parte "B", relativa alla rischiosità degli investimenti in strumenti finanziari derivati, afferma che «l'acquisto di un'opzione è un investimento altamente volatile ed è molto elevata la probabilità che l'opzione giunga a scadenza senza alcun valore. In tal caso, l'investitore avrà perso l'intera somma utilizzata per l'acquisto del premio più le commissioni».

⁽²⁴⁾ Per un'analisi dei metodi di calcolo del valore dei *warrants* e dell'influenza delle variabili indicate nel testo si vedano, tra gli altri, BLACK-SCHOLES, *The pricing of options and corporate liabilities*, in *Journal of Political Economy*, 1973, vol. 81, p. 637 ss., ove anche ulteriori riferimenti bibliografici; GALAI-SCHNELLER, *Pricing of warrants and the valuation of the firm*, in *The Journal of Finance*, 1978, vol. 33, p. 1333 ss.

La borsa, definita dal legislatore come il mercato regolamentato degli strumenti finanziari ⁽²⁵⁾, dalla fine degli anni '90 in Italia è gestita da una società di diritto privato denominata Borsa Italiana s.p.a.: quest'ultima è priva di poteri di normazione ed al regolamento di borsa da essa predisposto viene generalmente riconosciuta la natura di condizioni generali di contratto, che assumono il carattere vincolante per gli operatori di borsa all'atto della loro sottoscrizione della domanda di ammissione alle negoziazioni ⁽²⁶⁾.

Il «Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.», all'art. 2.2.11 detta i requisiti che debbono essere posseduti dagli emittenti dei *warrants* e, in particolare, afferma che «possono essere ammessi alla quotazione i *warrants* di emittenti che soddisfino il requisito di cui all'art. 2.2.1, commi 1, 2, 3, 4 e 5. Si applica, inoltre, l'articolo 2.2.5, comma 5». Per effetto di tale disposizione del Regolamento di Borsa Italiana s.p.a. possono essere ammessi alla quotazione i *warrants* di emittenti che soddisfino i requisiti degli emittenti di azioni riguardo alla pubblicazione e deposito dei

⁽²⁵⁾ In questi termini si esprime il Testo unico dell'intermediazione finanziaria (d. lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, c.d. TUF o TUIF).

⁽²⁶⁾ GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Padova, 2004, II, 2, p. 209 ss.; IDEM, *ibidem*, II, 1, p. 190 ss.; COSTI-ENRIQUES, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino vol. VIII: *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004, p. 469 e 473; COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 210; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004, p. 246; NAPOLETANO, in ALPA-CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, sub art. 66, p. 643, il quale ricorda come in senso difforme si sia espresso il Consiglio di Stato (parere del 28 luglio 1997), il quale ha auspicato l'introduzione di un proprio parere in sede di approvazione ministeriale del regolamento del mercato deliberato dalla società di gestione, al fine di verificarne la conformità con la normativa comunitaria, in quanto «pur trattandosi di un atipico strumento di regolazione del mercato, ci si trova pur sempre di fronte ad un atto di disciplina del settore, con finalità pubblicistica, ancorché rimesso alla emanazione di un soggetto formalmente privato (società per azioni). Ritiene, infatti, il Consiglio di Stato che trattasi in sostanza di un atto di regolamentazione spettante, in linea teorica, all'Amministrazione di settore e devoluto, in via derogativa, ad un soggetto estraneo alla pubblica amministrazione, ma investito, sotto questo aspetto, di compiti pubblicistici».

bilanci e i requisiti degli emittenti delle obbligazioni riguardo alla certificazione dei bilanci ⁽²⁷⁾.

⁽²⁷⁾ I primi cinque commi dell'articolo 2.2.1 (Requisiti degli emittenti di azioni), in particolare, così dispongono:

1. *«Possono essere ammesse alla quotazione le azioni rappresentative del capitale di emittenti che abbiano pubblicato e depositato, conformemente al diritto nazionale, i bilanci anche consolidati degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo corredato di un giudizio della società di revisione redatto secondo le modalità di cui all'articolo 156 del Testo Unico della Finanza o della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile. L'ammissione alla quotazione non può essere disposta se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo ovvero si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio.*

2. *Le società risultanti da operazioni straordinarie o che abbiano subito, nel corso dell'esercizio precedente a quello di presentazione della domanda o successivamente, modifiche sostanziali nella loro struttura patrimoniale devono produrre, a completamento di quanto previsto dal comma 1:*

- *il conto economico e rendiconto finanziario pro-forma relativo ad almeno un esercizio annuale chiuso precedentemente alla data di presentazione della domanda di ammissione;*

- *lo stato patrimoniale pro-forma riferito alla data di chiusura dell'esercizio precedente la domanda di ammissione qualora le operazioni straordinarie o le modifiche sostanziali siano avvenute successivamente a tale data;*

- *gli ulteriori documenti pro-forma infrannuali specificati nelle Istruzioni.*

Qualora dalla redazione dei documenti pro-forma di cui al presente comma possa derivare l'inattendibilità oggettiva dei dati contabili contenuti negli stessi, Borsa Italiana, su richiesta motivata dell'emittente, si riserva di accettare ricostruzioni contabili storiche diverse.

3. *I documenti contabili di cui al comma 2 devono essere accompagnati dalla relazione della società di revisione contenente il giudizio sulla ragionevolezza delle ipotesi di base per la redazione dei dati pro-forma, sulla corretta applicazione della metodologia utilizzata nonché sulla correttezza dei principi contabili adottati per la redazione dei medesimi atti.*

Analoga relazione deve essere rilasciata dalla società di revisione sulle ricostruzioni contabili storiche diverse dai dati pro-forma; eventuali limitazioni o impedimenti all'espressione del giudizio dovranno essere motivati.

4. *I bilanci annuali di esercizio e consolidati e le situazioni contabili annuali che costituiscono la base dei dati pro-forma di cui al comma 2 devono essere assoggettati, per una parte largamente preponderante, a revisione contabile completa. In caso di impossibilità oggettiva, Borsa Italiana si riserva, su richiesta motivata dell'emittente, di accettare che solo una parte preponderante dei dati sia assoggettata a revisione contabile completa.*

5. *In via eccezionale, in deroga al comma 1, può essere accettato un numero inferiore di bilanci eventualmente integrati dalla documentazione di cui al comma 2 corredata da quanto previsto ai commi 3 e 4, ovvero, nel caso di emittenti che non abbiano mai pubblicato e depositato un bilancio annuale i documenti di cui ai commi 2, 3 e 4. Tale deroga deve in ogni caso rispondere agli interessi dell'emittente e degli investitori e questi ultimi devono disporre di tutte le informazioni necessarie per una valutazione dell'emittente e degli strumenti per i quali è richiesta l'ammissione».*

Il quinto comma dell'art. 2.2.5 del Regolamento di Borsa, invece, prevede quanto segue:

2. *I warrants e i covered warrants: caratteri comuni e differenze.*

Il **Regolamento intermediari Consob n. 11522/1998**, all'art. 25, lett. h, definisce i *warrants* come «gli strumenti finanziari, comunque denominati, che conferiscono la facoltà di acquistare e/o di vendere, alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo di strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici (attività sottostante) ad un prezzo prestabilito ovvero, nel caso di contratti per i quali è prevista una liquidazione monetaria, di incassare una somma di denaro determinata come differenza tra il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante ed il prezzo di esercizio, ovvero come differenza tra prezzo di esercizio e prezzo di liquidazione dell'attività sottostante».

Sebbene la predetta formula definitoria sia idonea a ricomprendere anche i *covered warrants*, deve da subito evidenziarsi che questi ultimi differiscono dai *warrants* sotto molteplici aspetti. Il ***covered warrant***, infatti, è lo strumento finanziario, anch'esso rappresentativo di un diritto potestativo originato da un contratto di opzione, che può attestare non solo l'impegno dell'emittente a consegnare al portatore del documento ovvero ad acquistare da esso un quantitativo di titoli predeterminato (come nel caso del *warrant*) ma anche a versare al portatore una somma pari al differenziale tra il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante e il prezzo di esercizio (nel caso di un *call covered warrant*) ovvero alla differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante (per un *put covered warrant*) ⁽²⁸⁾.

«I bilanci, anche consolidati, degli emittenti obbligazioni quotate devono essere sottoposti a revisione contabile ai sensi dell'articolo 156 del Testo Unico della Finanza o della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile. L'emittente deve aver conferito l'incarico di revisione contabile del bilancio, anche consolidato, dell'esercizio in corso alla data di presentazione della domanda di ammissione».

⁽²⁸⁾ GABBRIELLI - DE BRUNO, *Capire la finanza - Guida pratica agli strumenti finanziari*, Milano, 2005, p. 486.

La stessa Consob, peraltro, nel **Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999** (attuativo del TUF), concernente la disciplina degli emittenti, dopo aver definito i *warrants* come «*gli strumenti finanziari che conferiscono la facoltà di acquistare, alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo di azioni*» (art. 2, lettera d), precisa che i *covered warrants* sono «*gli strumenti finanziari, **diversi dai warrant**, che conferiscono la facoltà di acquistare e/o di vendere, alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo di strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici e panieri (attività sottostante) ad un prezzo prestabilito ovvero, nel caso di contratti per i quali è prevista una liquidazione monetaria, di incassare una somma di denaro determinata come differenza tra il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante e il prezzo di esercizio, ovvero come differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante*» (art. 2, lettera e).

Anche il **Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.**, deliberato ai sensi dell'art. 62 del Testo unico dell'intermediazione finanziaria (d. lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, c.d. TUF o TUIF), all'art. 2.2.10 qualifica il *warrant* come «quello strumento finanziario che conferisce al detentore la facoltà di sottoscrivere (*warrant* per sottoscrivere) o di acquistare (*warrant* per acquistare) o di vendere (*warrant* per vendere), alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo di azioni (azioni di compendio) contro versamento di un importo prestabilito o da stabilire secondo criteri prefissati nel caso di *warrant* per sottoscrivere o per acquistare e, viceversa, incassando un importo prestabilito o da stabilire secondo criteri prefissati nel caso di *warrant* per vendere».

I *warrants* e i *covered warrants* vengono generalmente ricondotti tra gli strumenti finanziari «derivati», il cui valore, cioè, dipende dal prezzo dell'attività finanziaria sottostante (che, nel caso dei *warrants* e dei *covered warrants*, è data dall'oggetto degli

strumenti medesimi) ⁽²⁹⁾. In dottrina non si è mancato di sottolineare, al riguardo, che in questi strumenti mancherebbero alcune delle caratteristiche tipiche dei derivati quali l'illimitatezza del rischio o la predominanza del differenziale quale oggetto tipico del negozio ⁽³⁰⁾. Il dato normativo testuale, tuttavia, non sembra lasciare adito a dubbi posto che il d.lgs. n. 58/98 (c.d. TUF) qualifica come «strumenti finanziari derivati», tra gli altri, sia i «contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti» (art. 1, comma terzo, lett. *h*), sia i «contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti» (art. 1, comma terzo, lett. *i*). Significativamente, inoltre, i *covered warrants*, pur non essendo quotati sul tradizionale mercato dei derivati (l'IDEM, o *Italian Derivative Market*), sono quotati sul mercato SeDeX o *Securitized Derivates Exchange*, che ha ad oggetto, appunto, strumenti finanziari derivati.

⁽²⁹⁾ GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, p. 2; Trib. Nola, 1° marzo 2005, in *Società*, 2005, p. 1415 ss.

⁽³⁰⁾ Si veda, in particolare, GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001, p. 94 ss., il quale ritiene che i *warrants* e i *covered warrants* non condividano con i derivati né l'illimitatezza del rischio (in quanto il regolamento di borsa impone che il regolamento di emissione preveda dei meccanismi di adeguamento volti a neutralizzare gli effetti distorsivi sui diritti dei portatori dei titoli derivanti da eventi di natura straordinaria) né la predominanza del differenziale quale oggetto tipico del negozio (posto che la liquidazione del differenziale nei *warrants* non è prevista e nei *covered warrants* si presenta come una mera alternativa all'assegnazione dei titoli). Secondo l'A. detti strumenti non potrebbero essere ricondotti tra i contratti derivati perché il procedimento di cartolarizzazione sopprimerebbe ogni rilievo della componente negoziale, che esaurirebbe ogni sua funzione all'atto di generazione del titolo e perché il principio di autocontenimento del rischio, operando un ridimensionamento dell'alea, farebbe venir meno l'essenza stessa del negozio volto, in ogni derivato, alla compravendita del differenziale.

Le principali differenze dei *covered warrants* rispetto ai *warrants* possono così essere sintetizzate ⁽³¹⁾:

- a) i *covered warrants* hanno un oggetto più ampio rispetto ai *warrants* e, in particolare, possono riguardare, oltre che titoli azionari, titoli di stato, obbligazioni o altri strumenti finanziari ⁽³²⁾, anche tassi di interesse ⁽³³⁾, merci ⁽³⁴⁾, rapporti di cambio tra valute ⁽³⁵⁾ e indici o panieri di indici ⁽³⁶⁾;
- b) se riferiti ad attività sottostanti costituite da azioni o da titoli di Stato i *covered warrants* devono essere emessi da soggetti diversi e indipendenti dagli emittenti le attività sottostanti;
- c) sotto il profilo temporale, i *covered warrants* possono essere esercitati in qualsiasi momento entro la data di scadenza e non in periodi ben circoscritti come avviene di solito per i *warrants* azionari;
- d) per i *covered warrants*, infine, non si giunge sempre alla consegna fisica del titolo all'investitore ma solo se l'attività sottostante è costituita da azioni o titoli e, in

⁽³¹⁾ GABBRIELLI - DE BRUNO, *op. cit.*, p. 37 ss. e p. 486; AMATO, *Covered warrant e nullità dei contratti aventi ad oggetto servizi di investimento*, nota a commento a Tribunale di Nola, 1° marzo 2005, in *Società*, 2005, n. 11, p. 1418.

⁽³²⁾ Si veda anche MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, in *Le società*, 1995, p. 23, il quale ritiene astrattamente ammissibile l'emissione di *warrants* (purché non destinati a circolare come valori mobiliari) a sottoscrivere quote di società a responsabilità limitata. Deve osservarsi, al riguardo, che con la riforma delle società di capitali del 2003 si è confermata la tendenziale chiusura della società a responsabilità al mercato ed è stato espressamente previsto, all'art. 2468, comma 1°, c.c., che nelle società a responsabilità limitata «le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di sollecitazione all'investimento».

⁽³³⁾ Deve trattarsi di tassi di interesse ufficiali o generalmente utilizzati sul mercato dei capitali, non manipolabili e caratterizzati da trasparenza nei metodi di rilevazione e diffusione.

⁽³⁴⁾ Per le merci in questione deve esistere un mercato di riferimento caratterizzato dalla disponibilità di informazioni continue e aggiornate sui prezzi delle attività negoziate.

⁽³⁵⁾ Deve trattarsi di valute la cui parità di cambio sia rilevata con continuità dalle autorità o dagli organismi competenti e, comunque, convertibili.

⁽³⁶⁾ I panieri di indici possono riferirsi alle altre attività (azioni, titoli di stato ecc.) ovvero alle medesime attività, a condizione che tali panieri o indici siano notori e caratterizzati da trasparenza nei metodi di calcolo e diffusione: GABBRIELLI - DE BRUNO, *op. cit.*, p. 38.

molti casi, la consegna fisica è ontologicamente impossibile, come nel caso di *covered warrant* aventi ad oggetto un indice di Borsa, un tasso di interesse o un rapporto di cambio.

I *covered warrants* possono essere emessi solo da soggetti in possesso di alcuni requisiti stabiliti dall'art. 2.2.17, comma 1, del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., e pertanto solo da a) società o enti nazionali o esteri, sottoposti alla vigilanza prudenziale della Banca d'Italia e della Consob, b) Stati o enti sovranazionali, c) società o enti non rientranti nella precedenti categorie di cui alle lettere a) e b) ma per i quali i rapporti obbligatori connessi all'emissione siano garantiti, in modo incondizionato e irrevocabile, da un soggetto diverso (garante), appartenente a tali categorie. Come sopra accennato, inoltre, per evitare conflitti di interessi l'emittente di *covered warrants* non può coincidere con l'emittente del titolo azionario o obbligazionario sottostante.

Gli emittenti dei *covered warrants*, inoltre, debbono soddisfare i seguenti requisiti: i) possedere un patrimonio di vigilanza minimo di almeno 25 milioni di euro; ii) possedere sistemi di gestione e controllo dei rischi che siano conformi alle disposizioni di vigilanza prudenziale a cui sono sottoposti e comunque comunicati alla Borsa Italiana; iii) avere pubblicato e depositato, conformemente al diritto nazionale, i bilanci, anche consolidati, degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo corredato di un giudizio della società di revisione redatto secondo le modalità di cui all'art. 156 del Testo Unico della Finanza. L'ammissione alla quotazione non può essere disposta se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo o si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio. I bilanci, anche consolidati, degli emittenti *covered warrants* o *certificates* quotati debbono essere sottoposti a revisione contabile ai sensi dell'art. 156 del Testo Unico della Finanza o della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile. L'emittente deve aver conferito l'incarico di revisione

contabile per il bilancio dell'esercizio in corso alla data di presentazione della domanda di ammissione.

I *covered warrants* sono suddivisi in due grandi categorie: i più diffusi (oltre il 95% delle emissioni nel 2005) ⁽³⁷⁾ sono i ***covered warrants plain vanilla*** e sono composti da una semplice opzione (*put o call*) il cui esercizio dà luogo alla liquidazione della differenza tra il prezzo corrente del sottostante e il prezzo di esercizio (detto anche *strike*) – nel caso dei *covered warrants call* – ovvero viceversa – nel caso dei *covered warrants put*; il secondo gruppo (circa il 4,5% del totale) ⁽³⁸⁾ è quello dei ***covered warrants strutturati/esotici***, che «sono strumenti eterogenei, che combinano generalmente opzioni *call* e/o *put* o contengono opzioni esotiche; tale categoria raccoglie di fatto tutti i *covered warrants* diversi dai *plain vanilla*» ⁽³⁹⁾.

È già stato illustrato che i *covered warrants* sono quotati sul Mercato telematico dei *securitised derivatives* (SeDeX o *Securitized Derivates Exchange*), che comprende *covered warrants* e *certificates*: all'interno di tale mercato, peraltro, i *covered warrants* sono passati dal 76,1% del 2004 all'81,9% del 2005; le negoziazioni sul mercato SeDeX, inoltre, hanno ottenuto nel 2004 un incremento del 46% rispetto all'anno precedente e nel 2005 si è raggiunto il massimo storico degli scambi, che hanno raggiunto circa 50 miliardi di euro, più del triplo rispetto al 2004 ⁽⁴⁰⁾. Detto limite, peraltro, è stato ulteriormente superato nel 2006, giungendo a scambi per un controvalore pari a circa 70 miliardi di euro. I *warrants*, invece, sono quotati sul mercato MTA (Mercato Telematico Azionario e, in particolare, all'interno di tale

⁽³⁷⁾ Il dato è desumibile dalla Relazione Consob per l'anno 2005, in *www.consob.it*.

⁽³⁸⁾ Anche questo dato è desumibile dalla Relazione Consob per l'anno 2005, cit.

⁽³⁹⁾ Relazione Consob per l'anno 2004, in *www.consob.it*.

⁽⁴⁰⁾ Si vedano le sopra citate relazioni Consob per gli anni 2004 e 2005. Nella relazione relativa all'anno 2005 si evidenzia anche che, a seguito dell'introduzione della possibilità di ammettere a quotazione *covered warrants* con scadenza superiore a 5 anni, si sono affiancati sul SeDeX strumenti con scadenza temporale compresa tra 6 e 15 anni.

mercato, nel segmento (Blue chips, star e ordinario) in cui si negoziano le azioni di compendio corrispondenti ⁽⁴¹⁾.

È interessante osservare che a far data dalla comparsa sul mercato italiano dei *covered warrants* si è registrata una drastica diminuzione degli scambi in *warrants*. Entrambi gli strumenti, inoltre, hanno fortemente risentito dei tragici eventi del settembre 2001 ma, a partire dall'anno 2004 si è nuovamente assistito ad un notevole incremento sia degli investimenti in *warrants* sia di quelli in *covered warrants*. Il numero di emissioni nonché il capitale investito in *covered warrants*, in ogni caso, si confermano sensibilmente superiori a quelli dei *warrants*, come emerge chiaramente dalla tabella di sintesi sotto riportata.

Anno	Warrants quotati	Scambi (milioni di euro)	Securitisated derivatives quotati (Covered warrant + certificates)	Scambi (milioni di euro)
1992	35	237,7		
1993	33	1.782,0		
1994	40	5169,9		
1995	37	2.375,5		
1996	35	1.529,0		
1997	27	4.975,4		
1998	30	9.613,0	122	2.392,0
1999	26	3.139,0	1.565	14.208,2
2000	22	2.762,5	3.107	32.110,3
2001	23	1.285,9	5.866	21.245,1
2002	24	760,8	3.571	18.997,2
2003	26	453,4	2.594	11.447,7
2004	17	654,2	3.021	16.822,6
2005	14	1.338,2	4.076	50.166,9
2006	13	975,9	4.647	70.899,7

Fonte: Borsa Italiana s.p.a. e Consob. N.B. I dati si riferiscono al totale generale, comprensivo di Blocchi, Fuori Mercato e Spezzature.

⁽⁴¹⁾ Si dà atto di ciò nel sito www.borsaitaliana.it.

CAPITOLO II

L'EVOLUZIONE STORICA DEI WARRANTS

SOMMARIO: 1. Le origini dello strumento in Gran Bretagna e negli Stati Uniti d'America. – 2. L'esperienza degli altri paesi europei. – 3. L'Italia

1. *Le origini dello strumento in Gran Bretagna e negli Stati Uniti d'America*

I *warrants* storicamente comparvero alla metà del diciannovesimo secolo negli Stati Uniti d'America. La prima emissione nota, alla quale è connesso anche il primo procedimento giudiziario relativo a questi strumenti, risale al 1852, quando la società Illinois Central Railroad riuscì ad ottenere un ingente finanziamento da investitori britannici offrendo loro il diritto di acquistare un certo numero di azioni a fronte di un investimento in obbligazioni della società di una somma predeterminata ⁽⁴²⁾.

⁽⁴²⁾ Il caso (*Van Allen c. Illinois Central Railroad*) è pubblicato nei *Reports of Cases Argued and Determined in the Superior Court of the City of New York* e venne deciso dalla New York Superior Court con sentenza del 9 febbraio 1861; v. anche, in dottrina, GATES, *The Illinois Central Railroad and its colonization work*, Cambridge (Massachusetts), 1934, p. 73 ss., il quale a p. 78 illustra anche che le opzioni sulle azioni attraevano gli investitori in quanto la Illinois Central Railroad aveva praticamente promesso nel prospetto finanziario dell'operazione che non vi sarebbero state richieste di sottoscrizione del capitale o ve ne sarebbero state pochissime. Tale promessa era stata di grande rilevanza nell'indurre i capitalisti britannici ad acquistare le obbligazioni della società con annessi i diritti di opzione sulle azioni; REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1411 ss., il quale a p. 1420, alla nota 53, conferma che, trascurando le differenze terminologiche e la presenza di un meccanismo di pagamento differito, l'essenza del finanziamento era che la Illinois Central Railroad vendette al prezzo di \$ 1.000 un pacchetto consistente in un'obbligazione avente un valore apparente di \$ 1.000 e *warrants* per acquistare cinque azioni ordinarie. I *warrants*

La società Illinois Central Railroad, costituita nel 1851, aveva come presidente un uomo d'affari molto discusso, Robert Schyler, e come vice-presidente David A. Neal, il quale invece godeva della fiducia del mondo bancario ⁽⁴³⁾. Il primo grande obiettivo dei soci fondatori della Illinois Central Railroad fu quello di reperire i fondi necessari per costruire la strada ferrata (con un percorso di 700 miglia), impresa nella quale in precedenza avevano fallito ben quattro diverse iniziative: i soci fondatori, infatti, non erano disponibili a finanziare direttamente la società per far fronte ai costi stimati di circa 16,5 milioni di dollari ed il capitale originario da loro sottoscritto era pari ad un milione di dollari. Pochi mesi dopo la costituzione della società gli amministratori e qualche altro socio, al fine di dimostrare la loro fiducia nel progetto, sottoscrissero obbligazioni per un valore pari ad ulteriori due milioni di dollari mentre altri due milioni di dollari vennero investiti nelle obbligazioni della società dalla Michigan Central Railroads nei primi mesi del 1852 a fronte di un accordo segreto che prevedeva la possibilità per la società finanziatrice di utilizzare la linea della Illinois Central Railroad dall'incrocio delle due reti ferroviarie fino a Chicago ⁽⁴⁴⁾.

Gli amministratori compresero che per poter procedere alla costruzione della linea era indispensabile trovare nuovi finanziamenti ma essi erano anche consapevoli che non sarebbe stato possibile reperire detto denaro negli Stati Uniti, dove tale iniziativa era considerata speculativa e si rivolsero pertanto ai capitalisti inglesi: l'impresa, tuttavia, si rivelò tutt'altro che facile a causa della pessima fama acquisita dagli investimenti negli Stati Uniti d'America, e in Illinois in particolare, dove lo Stato si era reso responsabile del rifiuto di far fronte alla restituzione di precedenti prestiti ricevuti.

avevano una durata di otto anni, poi ridotti a tre, ed il prezzo di esercizio era di \$ 5 per azione; BERLE, *Convertible bonds and stock purchase warrants*, in *Yale Law Journal*, 1927, vol. 36, p. 649 ss., che conferma che il primo caso relativo ad un vero *stock purchase warrant* si è probabilmente avuto nel 1861 nel sopra menzionato procedimento Van Allen c. Illinois Central Railroad ed afferma la natura di opzione dello *stock purchase warrant* (p. 650).

⁽⁴³⁾ GATES, *The Illinois Central Railroad and its colonization work*, cit., p. 66.

⁽⁴⁴⁾ GATES, *The Illinois Central Railroad and its colonization work*, cit., p. 67-68.

Dopo il rifiuto dei Rothschilds e dei Barings venne finalmente individuata come finanziatrice un'associazione di imprese capitanata dalla Devaux & Company, la quale pretese però, come condizione per la concessione del prestito, che per ogni 1.000 dollari investiti in obbligazioni della Illinois Central Railroad venisse concesso il diritto di acquistare 5 azioni della società, determinando così il mutamento della strategia fino ad allora seguita dai soci fondatori di essere gli unici soggetti aventi una partecipazione nella società. Nacquero così i primi *warrants*.

A questa prima emissione di *warrants* è legata, come si accennava, la prima causa intentata (e vinta) da un investitore contro una società emittente. Secondo quanto riportato nei *Reports of Cases Argued and Determined in the Superior Court of the City of New York*, ove è pubblicata la pronuncia emessa dal Giudice Woodruff, la decisione della New York Superior Court può essere così sintetizzata:

«1. La convenuta, una società ferroviaria dell'Illinois, volendo costruire la propria strada ferrata mediante il ricorso ad un prestito obbligazionario da rimborsare con la vendita della terra, nel 1852 emise a Londra delle proposte per un prestito di 5.000.000 di dollari: in dette proposte veniva esplicitato questo scopo e si affermava che la società, “tuttavia, creerà un capitale azionario pari all'ammontare delle somme raccolte attraverso le obbligazioni” e che “è intenzione attribuire a coloro che sottoscriveranno le obbligazioni l'opzione di diventare azionisti per metà di tale sottoscrizione”; che al momento del pagamento della prima tranche del prestito obbligazionario verrà data al sottoscrittore del prestito obbligazionario una ricevuta bancaria che verrà poi scambiata con dei certificati provvisori (ossia certificati legittimanti i portatori ad ottenere obbligazioni con dei coupons allegati, quando tutti i pagamenti fossero stati completati) non appena essi verranno forniti dall'America, ed allo stesso tempo gli verrà consegnato un ulteriore certificato provvisorio, che attribuirà al portatore, in aggiunta, il diritto a sottoscrivere il capitale sociale della società in una misura pari al 50% dell'ammontare della sua sottoscrizione delle obbligazioni” e che “ i certificati provvisori verranno scambiati con cedole azionarie col pagamento dell'ultima tranche del prestito obbligazionario”.

L'attore aveva effettuato sottoscrizioni per 250.000 dollari; aveva effettuato il primo pagamento a Londra e, secondo gli accordi presi, i successivi pagamenti, l'ultimo dei quali nel gennaio 1853 non essendo pagabile secondo i termini del prestito obbligazionario fino al 2 ottobre 1854), a New York. All'attore era stato fornito il numero corretto di certificati provvisori, datati 16 agosto 1852, e

ciascuno di questi prevedeva che “presentando il presente certificato il portatore avrà diritto, a partire dal prossimo 1° ottobre, ad ottenere certificati azionari (per un importo pari al 50% del relativo ammontare delle obbligazioni sottoscritte) relativi al capitale sociale della società di 17 milioni di dollari” “ a condizione che siano stati effettuati tutti i pagamenti dovuti a seguito della sottoscrizione delle obbligazioni”. Nella parte finale di tali certificati era apposta la seguente dicitura: “N.B. Lo scambio dei certificati provvisori con i certificati azionari è possibile sino al 1° gennaio 185_”.

Il 15 marzo 1854 il consiglio di amministrazione della convenuta comunicò che i propri libri contabili sarebbero stati aperti fino al 1° gennaio 1855 per le sottoscrizioni sulla base dei certificati, pubblicò tale notizia su due quotidiani a New York e a Boston e ne inviò una copia per posta all’attore, il quale tuttavia non la ricevette.

Il 22 gennaio 1857 l’attore presentò i propri certificati provvisori (con l’opzione per l’acquisto di 975 azioni), richiese i relativi certificati azionari e si offrì di effettuare tutti i pagamenti che erano stati nel frattempo richiesti dalla società ai propri azionisti. La società si rifiutò di emmettergli le azioni ed egli pertanto iniziò il presente procedimento per ottenere il risarcimento del danno. L’attore sostenne che l’accordo, perfezionatosi con la proposta e l’accettazione tra le parti nonché mediante la sottoscrizione e l’esecuzione, non poteva essere considerato illecito sul presupposto che i sottoscrittori avevano acquistato il diritto di ottenere le azioni in qualunque futuro momento, senza alcun limite relativo al periodo di esercizio dell’opzione, giacché l’interpretazione reale non attribuiva al portatore un simile diritto.

- 2. I certificati provvisori sono sottoposti a condizione esclusivamente nel senso che essi richiedono il pagamento di tutte le rate come condizione per acquisire il diritto di ottenere le azioni.*
- 3. Poiché questa condizione si è pienamente realizzata, il diritto di chiedere e ricevere le azioni permane fino a quando esso viene eliminato per effetto di un’offerta di adempimento da parte della società o di una richiesta di pagamento da parte della stessa in relazione al prezzo di esercizio dovuto e di un rifiuto del sottoscrittore di accettare e pagare o per effetto di qualche altro atto di cui il sottoscrittore sia responsabile.*
- 4. Il diritto del sottoscrittore alle azioni specificato nei certificati è soggetto all’obbligo da parte sua di corrispondere l’importo correttamente stimato dagli amministratori della società;*
- 5. L’ammontare dei danni è pari alla differenza tra il valore di mercato delle azioni al momento in cui la domanda è stata introdotta e gli importi dovuti dal sottoscrittore alla società (con i relativi interessi), oltre agli interessi su tale differenza dalla data della domanda sino al momento della pronuncia».*

In questo primo procedimento giudiziario, pertanto, i diritti dei portatori dei *warrants* vennero tutelati contro la società emittente che, pur non avendo indicato nei

certificati (emessi nel 1852) l'anno esatto in cui il relativo diritto di opzione sarebbe scaduto, al momento dell'esercizio del diritto da parte degli attori (il 22 gennaio 1857) pretendeva di opporre ai titolari dei *warrants* la decadenza dal loro diritto in virtù della decisione, adottata dalla società successivamente all'emissione dei *warrants* (e precisamente il 15 marzo 1854) ma non resa nota ai portatori dei *warrants* in modo certo, di rendere possibile l'esercizio del diritto loro spettante solo sino al 1° gennaio 1855.

Una volta esaminato questo primo procedimento giudiziario relativo alla prima emissione di *warrants* pare interessante considerare che le origini di questi strumenti finanziari possono essere individuate in Inghilterra, dove molto tempo prima della comparsa dei *warrants* erano presenti le obbligazioni convertibili e i diritti di opzione sulle azioni (sebbene riservati ai soci) e vi era un generale apprezzamento sia per i fenomeni di leva finanziaria sia per le opzioni (⁴⁵).

L'antenata degli strumenti con diritto di conversione è stato individuata, in particolare, in una concessione effettuata nel 1604 dalla neo-costituita Compagnia delle Indie Orientali ai finanziatori della prima spedizione di tale società. A questi ultimi venne infatti conferita l'opzione di convertire il proprio capitale investito (e non utilizzato) in quella prima spedizione in una partecipazione al viaggio successivo, riuscendo in tal modo a fondere insieme il capitale residuo dal primo viaggio con quello deliberato per il secondo (⁴⁶). Ulteriori episodi significativi sono la celebre richiesta, effettuata da Carlo I nel 1631, di convertire la partecipazione della Corona britannica nella società londinese New River Company in una rendita (⁴⁷); l'emissione nel 1698 da

(⁴⁵) REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1420.

(⁴⁶) REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1420; SCOTT, *The constitution and finance of English, Scottish and Irish joint-stock companies to 1720*, vol 2, Bristol, 1995 (ristampa dell'edizione del 1910-12), p. 98.

(⁴⁷) REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1420; SCOTT, *The constitution and finance of English, Scottish and Irish joint-stock companies to 1720*, vol 1, cit., p. 217.

parte della Mine Adventurers' Company, proprietaria di una miniera di argento e piombo nel Galles, di obbligazioni (destinate ad azionisti e non) con annesso un biglietto di una lotteria con in palio premi consistenti in azioni della società per favorirne la ricapitalizzazione ⁽⁴⁸⁾; l'emissione dei primi diritti di opzione di acquisto di azioni concessi nel 1709 dalla Bank of England ai propri azionisti ⁽⁴⁹⁾.

È stato ipotizzato che l'utilizzo generalizzato delle azioni a contribuzione straordinaria (c.d. assessable stock) nel diciassettesimo e diciottesimo secolo abbia contribuito a ritardare la comparsa dei *warrants*. Le suddette azioni a contribuzione straordinaria potevano imporre agli azionisti di corrispondere una quota maggiore di quella versata al momento del loro ingresso nella compagine sociale in caso di andamento negativo della società. Dette pratiche di finanziamento garantivano agli azionisti una posizione simile ai portatori di *warrants*: il pagamento della prima parte del prezzo di sottoscrizione era paragonabile ad acquistare il *warrant*; se mesi o anni dopo la società richiedeva un ulteriore pagamento l'azionista poteva pagare se la prospettiva dell'investimento era attraente mentre in caso contrario poteva astenersi dal versare quanto richiestogli incorrendo in penalità come una confisca (paragonabile allo spirare del *warrant*) o ad una perdita dei dividendi ⁽⁵⁰⁾.

I *warrants* si affermarono come fattore economicamente rilevante solo sul mercato finanziario rialzista americano nella metà degli anni '20 del ventesimo secolo ⁽⁵¹⁾, quando l'aspettativa di forti plusvalenze sugli investimenti azionari era

⁽⁴⁸⁾ REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit. 1421; SCOTT, *The constitution and finance of English, Scottish and Irish joint-stock companies to 1720*, vol. 2, cit., p. 444 ss.

⁽⁴⁹⁾ REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit. p. 1421.

⁽⁵⁰⁾ REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1421.

⁽⁵¹⁾ HAYES-REILING, *Sophisticated financing tool: the warrant*, cit., p. 138; GARNER-FORSITHE, *Stock purchase warrants and «rights»*, cit., p. 269 ss., i quali ricordano che dal 1900 al 1915 vi fu una sola richiesta di finanziamento attraverso un pacchetto obbligazione-*warrant* nel 1906 mentre tra il 1916 ed il 1923 vi furono solo ventitré richieste, delle quali ben ventidue vennero effettuate nel 1922; REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and*

generalizzata e la continua crescita dell'inflazione scoraggiava ad acquistare titoli a reddito fisso i risparmiatori, i quali avevano anche constatato che le obbligazioni e le azioni privilegiate non offrivano la protezione attesa nei processi di riorganizzazione⁽⁵²⁾. È stato stimato, ad esempio, che il potere di acquisto di un dollaro investito in obbligazioni nel 1896 era sceso a ventisette centesimi di dollaro alla metà degli anni '20 del secolo successivo⁽⁵³⁾.

I *warrants* venivano frequentemente consegnati a società di collocamento o banche d'investimento (c.d. "*investment bankers*") perché queste ultime provvedessero a collocarli sul mercato, spesso trattenendo per sé una parte dei titoli quale corrispettivo per i servizi resi⁽⁵⁴⁾.

In una prima fase i *warrants* generalmente non furono venduti autonomamente ma vennero combinati con azioni ordinarie⁽⁵⁵⁾ o con *senior securities*⁽⁵⁶⁾ per formare "pacchetti" da proporre agli investitori⁽⁵⁷⁾: nel periodo tra il 1928 ed il 1929, ad esempio, circa il 20% delle nuove emissioni di obbligazioni e di azioni privilegiate era abbinato a *warrants*⁽⁵⁸⁾. La generale euforia del mercato negli anni '20 indusse gli investitori ad un utilizzo sregolato di questo strumento, che portò ad un evidente

assessment, cit., p. 1422; GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 12.

⁽⁵²⁾ REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1422; GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 12; GARNER-FORSITHE, cit., p. 269 ss.

⁽⁵³⁾ GARNER-FORSITHE, *Stock purchase warrants and «rights»*, cit., p. 269.

⁽⁵⁴⁾ BERLE, *Convertible bonds and stock purchase warrants*, cit., p. 650; AMERICAN BAR ASSOCIATION COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, *Model Business Corporation Act Annotated*, St. Paul Minn., 1960, sub § 18 A, 4, p. 347.

⁽⁵⁵⁾ GARNER-FORSITHE, *Stock purchase warrants and «rights»*, cit., p. 269.

⁽⁵⁶⁾ Si tratta delle obbligazioni o delle azioni che attribuiscono a chi le possiede, in caso di liquidazione della società emittente, il diritto alla precedenza nel rimborso delle somme di denaro da esse rappresentate, come nel caso delle azioni privilegiate rispetto alle azioni ordinarie o delle obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado nei confronti di quelle garantite da ipoteca di secondo grado.

⁽⁵⁷⁾ BERLE, *Convertible bonds and stock purchase warrants*, cit., p. 649.

⁽⁵⁸⁾ KEITH, *Convertible securities and stock purchase warrants*, cit., p. 17-18.

squilibrio tra il numero dei *warrants* emessi e il quantitativo globale delle azioni circolanti ⁽⁵⁹⁾: ciò causò ripercussioni negative sullo stesso andamento dei titoli sottostanti, essendo gli investitori disincentivati ad acquistare azioni nella consapevolezza che l'esercizio dei *warrants* ed il conseguente acquisto di azioni ad un prezzo inferiore a quello di mercato avrebbe potuto condurre ad un ribasso del titolo e, in ogni caso, ad una diminuzione del valore della propria partecipazione al capitale ⁽⁶⁰⁾.

Nel periodo immediatamente successivo al crollo di Wall Street del 1929 (il cosiddetto *Great Crash*), con la recessione degli anni '30, la natura estremamente volatile ⁽⁶¹⁾ dei *warrants* (in rapporto alle azioni ordinarie) e il loro tipico rapido declino di valore determinarono una pessima reputazione degli stessi presso le comunità finanziarie e di investimento.

Dall'intenso utilizzo effettuato negli anni '20 emerse, in particolare, che i *warrants* potevano avere sensibili effetti di diluizione degli interessi degli azionisti; si notò inoltre che essi erano stati utilizzati per finalità smodatamente speculative che avevano condotto in numerosi casi all'emissione di quantità assolutamente sproporzionate rispetto al numero delle azioni ordinarie circolanti; si constatò, infine, che nel corso degli anni '30 vi era stata una progressiva erosione del valore dei *warrants*

⁽⁵⁹⁾ REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1423. Il caso più celebre, generalmente riportato come esempio della situazione di ingiustificata euforia creatasi negli anni '20 e della successiva delusione negli anni immediatamente successivi, è quello dei *warrants* emessi dalla American & Foreign Power Company: la società, con 1,6 milioni di azioni ordinarie circolanti, emise *warrants* per acquistare 7,1 milioni di azioni ordinarie al prezzo di 25 dollari per azione. Quando il prezzo delle azioni ordinarie raggiunse i 138 dollari nel 1929, i *warrants* avevano un valore di approssimativamente 1,24 miliardi di dollari contro 320 milioni di dollari di valore delle azioni ordinarie in circolazione. Successivamente il valore delle azioni crollò drammaticamente e, quando nel 1952 la società venne ricapitalizzata, i *warrants* vennero eliminati in quanto privi di valore, sebbene la società fosse rimasta solvibile.

⁽⁶⁰⁾ GARNER-FORSITHE, *Stock purchase warrants and «rights»*, cit., p. 271-272; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 12.

⁽⁶¹⁾ La volatilità, come si è detto, è la misura della frequenza e dell'ampiezza delle fluttuazioni di prezzo dello strumento sottostante, sicché un titolo viene generalmente definito volatile quando il suo valore presenta una elevata variabilità.

con l'effetto che, al momento dello spirare dell'opzione, essi erano privi di valore: a ciò fece seguito un brusco abbandono dello strumento che, fino agli anni '50, conobbe un progressivo quanto inesorabile declino⁽⁶²⁾. Efficacemente è stato ricordato, al riguardo, che mentre nel 1936 all'American Stock Exchange erano ancora quotate alcune decine di *warrants*, nel 1951 il numero di *warrants* si era ridotto a 4⁽⁶³⁾ e, ancora, che la New York Stock Exchange, la più importante borsa titoli americana, fino al 1974 rifiutò di ammettere alla quotazione i *warrants* a causa della loro spiccata valenza speculativa⁽⁶⁴⁾.

Negli anni '60 i *warrants* incontrarono un rinnovato interesse da parte degli investitori, specialmente in quanto correlati ad acquisizioni o ad altre ristrutturazioni societarie e come compenso per sottoscrittori e terzi per servizi resi alla società emittente⁽⁶⁵⁾. Le ragioni di questa ripresa dello strumento, in particolare, coincidono con i motivi che, nel medesimo periodo, hanno condotto ad un aumento dell'utilizzo delle obbligazioni convertibili, ossia, da un lato (i) un maggiore ottimismo circa l'andamento del mercato a lungo termine⁽⁶⁶⁾ e dall'altro (ii) la scarsità di denaro circolante, che rendeva ad alcune società difficile ottenere prestiti se non allettando i creditori con la promessa di una partecipazione al capitale; (iii) il fatto che questi strumenti consentono di ottenere credito ad interessi più bassi che in condizioni

⁽⁶²⁾ REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1423.

⁽⁶³⁾ HAYES-REILING, cit., p. 138, i quali ricordano citano come esempio tipico della delusione per i *warrant* di quegli anni il caso dei *warrants* dell'American & Foreign Power Company, inizialmente collegati a 270 milioni di dollari di second preferred stock, ossia di azioni privilegiate subordinate, che sono azioni che fanno parte di un'emissione che vanta un diritto subordinato, in relazione alla distribuzione di dividendi e di rimborso del capitale in caso di liquidazione, rispetto ad un'altra emissione. Al loro prezzo massimo di 175 dollari nel 1929 esse avevano un valore di mercato in eccesso di 1 miliardo di dollari mentre quando la ricapitalizzazione venne completata nel 1952 i *warrants* erano privi di valore, sebbene la società American & Foreign Power fosse rimasta solvibile.

⁽⁶⁴⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 12.

⁽⁶⁵⁾ REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1423.

⁽⁶⁶⁾ REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1424.

normali; (iv) il rilievo che, per le società interessate ad acquisizioni societarie, il ricorso ai *warrants* consente maggiore elasticità nel cercare di soddisfare le richieste economiche dei venditori con il minimo detrimento degli interessi degli azionisti; (v) la circostanza che i dirigenti e i loro consulenti, rispetto al periodo precedente, dagli anni '60 sono divenuti assai più raffinati nel prendere decisioni finanziarie per soddisfare le aspettative di investitori, analisti, creditori e terzi, sicché la programmazione dell'assetto del capitale della società per rendere il capitale azionario più produttivo costituiva uno dei cambiamenti del modo di pensare di questi soggetti ⁽⁶⁷⁾; (vi) la circostanza che gli investitori in società nuove o emergenti non desideravano accettare il rischio di una più impegnativa partecipazione azionaria ⁽⁶⁸⁾.

Negli anni '70 lo strumento attraversò ancora una fase di disinteresse da parte degli investitori mentre all'inizio degli anni '80 ritrovò nuovo smalto e realizzò una grande diffusione in tutti i mercati, raggiungendo un numero di emissioni mai realizzato in precedenza ⁽⁶⁹⁾. La nuova flessione delle emissioni dei *warrants* «tradizionali» registrata negli anni '90, invece, sembra dover essere attribuita non già ad una disaffezione degli investitori nei confronti di questo strumento bensì alla comparsa sul mercato con notevole successo dei *covered warrants*, le cui emissioni hanno ben presto superato quelle dei *warrants*.

Negli **USA**, dove nacquero, vi fu una prima fase in cui i *warrants* circolarono in assenza di una regolamentazione specifica e vennero considerati come un'applicazione del generale potere della società di contrarre ed emettere azioni ⁽⁷⁰⁾. Successivamente,

⁽⁶⁷⁾ HAYES-REILING, cit., p. 137 ss.

⁽⁶⁸⁾ REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, cit., p. 1425.

⁽⁶⁹⁾ MESLER, *Warrants, Analysis and Investment Strategy*, Chicago, 1986, p. V e 3-4; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 13.

⁽⁷⁰⁾ GARNER - FORSITHE, *Stock purchase warrants and «rights»*, cit., p. 270, i quali nel 1931 scrivevano che non esisteva all'epoca alcuna legge sul tema con la sola eccezione di una legge del Delaware che legittimava semplicemente l'emissione dei *warrants*; a p. 377, inoltre, gli AA. ricordano che nel Delaware nel marzo del 1929 si ebbe, appunto, una modifica della Delaware Corporation Law, che non solo dichiarò legalmente valida l'emissione dei *warrants*,

tuttavia, da un lato tra il 1933 ed il 1940 il Congresso emanò alcuni regolamenti (gli Statutes, tra i quali si ricorda in particolar modo il Securities Act del 1933 ed il Securities and Exchange Act del 1934) diretti a disciplinare in linea generale il mercato degli strumenti finanziari (o titoli mobiliari, le *securities*, appunto), dall'altro i singoli Stati hanno ritenuto opportuno disciplinare normativamente il fenomeno, prendendo come punto di riferimento quanto previsto dal *Model Business Corporation Act*, che è la legge modello sulle società proposta dalla *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws* per l'adozione da parte dei singoli Stati: in particolare, essendosi rilevata la presenza di conflitti di interessi determinata dal crescente impiego delle opzioni azionarie, si ritenne necessario precisare il contenuto ed i limiti della competenza dell'organo amministrativo.

Il § 6.24 del *Model Business Corporation Act* attualmente prevede, in particolare, che «il consiglio di amministrazione determina le condizioni alle quali vengono emessi i diritti, le opzioni ed i *warrants*, nonché la forma, il contenuto ed il corrispettivo al quale le azioni debbono essere emesse»; coerentemente, nella maggioranza dei singoli Stati la legge riserva al consiglio di amministrazione il giudizio circa l'adeguatezza del corrispettivo per la concessione delle opzioni azionarie. I *warrants* e le opzioni azionarie, inoltre, sono previsti e disciplinati nelle legislazioni federali e nazionali in materia di mercato mobiliare: la section 2(1) del Securities Act del 1933, in particolare, include nella definizione legale di valori mobiliari anche i *warrants* e ne assoggetta l'emissione agli obblighi di *registration* e di *disclosure* previsti per le azioni e per ogni altro valore mobiliare oggetto di offerta pubblica (§§ 5-10 del Securities Act) ⁽⁷¹⁾.

ma andò oltre e prevede che la decisione relativa all'emissione era di competenza dell'organo amministrativo e che non vi era alcun bisogno di darne pubblicità nei registri pubblici; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 14, il quale richiama, sul punto, il *Model Business Corporation Act Annotated*, sub & 6.24, p. 400.

⁽⁷¹⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 14, ove ulteriori riferimenti.

2. *L'esperienza degli altri paesi europei*

Tra i mercati finanziari europei una particolare menzione merita, in primo luogo, l'ordinamento tedesco, il quale presenta una sedimentata disciplina normativa, cui si accompagnano una ricca casistica giurisprudenziale e numerosissimi studi dottrinali legati con fertile contatto all'esperienza pratica ⁽⁷²⁾.

Le obbligazioni con diritto di opzione (in **GERMANIA** denominate «*Optionsanleihen*») sono a lungo vissute all'ombra delle obbligazioni convertibili («*Wandelsanleihen*») e si sono affrancate da queste ultime solo in tempi relativamente recenti.

La prima obbligazione convertibile in Germania venne emessa nel 1857 ⁽⁷³⁾: detta emissione, tuttavia, venne ben presto dimenticata e rimase a lungo sconosciuta agli stessi giuristi. Nel 1913 Melchior richiamò l'attenzione dei propri connazionali sulla opportunità di individuare nuovi mezzi di finanziamento per le imprese tedesche, considerando molto limitata la scelta dei titoli disponibili in Germania. Egli, in particolare, segnalò le obbligazioni convertibili americane giudicando la loro introduzione – previe alcune indispensabili modifiche legislative – estremamente opportuna dal punto di vista economico sia per evitare la fuga di capitale tedesco nei Paesi in cui detti titoli erano già presenti (specie in USA, ove grandi emittenti di *convertible bonds* erano le società ferroviarie private), sia per attrarre capitale straniero

⁽⁷²⁾ MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, p. 517. Si vedano, nella dottrina tedesca, oltre ai numerosi articoli pubblicati sul tema, le monografie specificamente dedicate alle *Optionsanleihen*: SCHUMANN, *Optionsanleihen*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1990; KJER, *Optionsanleihen*, Berlin, 1981; LINNHOFF, *Optionsanleihen*, Berlin, 1956.

⁽⁷³⁾ SCHUMANN, *Optionsanleihen*, cit., p. 6, nota 2, che riferisce che la società emittente era la Dortmundener Verein; LUTTER, *Les obligations convertibles et échangeables contre des actions en droit allemand*, in *Rev. Soc.*, 1972, p. 201, ove ulteriori riferimenti, il quale afferma che la società emittente era la Bochumer Verein für Bergbau und Gubstahlfabrikation.

in Germania ⁽⁷⁴⁾. In quel momento storico, tuttavia, il tema non destò particolare interesse nel resto della dottrina e negli operatori economici.

Pochi anni dopo, in seguito alla conclusione del primo conflitto mondiale, le obbligazioni convertibili vennero invece riproposte con grande successo da Spiegelberg come possibili mezzi di finanziamento di emergenza della pericolante industria tedesca ⁽⁷⁵⁾. La Germania, uscita sconfitta dalla guerra, negli anni '20 ebbe un'economia pesantemente condizionata dalla necessità di far fronte al pagamento degli ingenti danni di guerra secondo le condizioni di pace imposte dai vincitori nel Trattato di Versailles del 28 giugno 1919 ⁽⁷⁶⁾ e ciò determinò una situazione di carenza di denaro circolante e di inflazione a tassi elevatissimi e, conseguentemente, la presenza sul mercato esclusivamente di capitale di rischio a breve termine e ad alto tasso di interesse: è stato calcolato, al riguardo, che rispetto al periodo anteriore alla guerra i prezzi in Germania salirono di un milione di milioni di volte. In questo contesto le obbligazioni convertibili

⁽⁷⁴⁾ MELCHIOR, *Convertible bonds (in Aktien umtauschbare Schuldverschreibungen)*, in *Bank-Archiv*, XII, 1913, p. 354 ss.; v. anche MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, cit., p. 500.

⁽⁷⁵⁾ MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, cit., p. 500; SPIEGELBERG, *Die Notwendigkeit der Schaffung neuer Wertpapierarten* (ossia: «la necessità di creare nuovi tipi di titoli di credito»), in *Bankarchiv*, XXIII, 1924, p. 165 ss.: tale scritto, come ricorda Minervini, «costituì un vero e proprio grido di allarme circa le disperate condizioni delle società tedesche e la assoluta urgenza di provvedervi»: in esso, in particolare, Spiegelberg affermava che a suo avviso l'introduzione delle obbligazioni convertibili (così come di altri strumenti ivi indicati) era pressoché indispensabile in considerazione delle necessità dell'economia tedesca, oramai non più in condizioni tali da consentire di aspirare all'autosufficienza di quel Paese e di prescindere dal ricorso a capitali stranieri.

⁽⁷⁶⁾ Il Trattato di Versailles prevedeva a carico della Germania riparazioni stabilite in seguito in 132 miliardi di marchi-oro da pagare in trent'anni, con la previsione della occupazione in garanzia per quindici anni da parte dei vincitori della riva sinistra del Reno. Oltre a ciò il Trattato prevedeva la restituzione alla Francia di Alsazia e Lorena nonché l'occupazione del bacino della Saar da parte della Francia per quindici anni, al termine dei quali un plebiscito avrebbe deciso la sorte dell'area; alcuni distretti di frontiera tedeschi vennero ceduti a Belgio, Danimarca e Cecoslovacchia; le zone polacche e tedesco-polacche della bassa Vistola, eccetto Danzica (divenuta città libera), passarono al nuovo stato polacco; tutte le colonie tedesche andarono ripartite tra Inghilterra, Francia e Giappone mentre la flotta tedesca passò agli inglesi.

e le obbligazioni con *warrants* suscitarono l'interesse degli operatori in quanto apparivano in grado di offrire un investimento a tassi di interesse contenuti e nel quale la restituzione del capitale investito appariva certa ⁽⁷⁷⁾, con il vantaggio di avere la possibilità di ottenere delle azioni ad un prezzo previamente concordato e insuscettibile di essere influenzato dall'inflazione.

Le obbligazioni con opzione, in particolare furono emesse per la prima volta da una società tedesca (la Rudolph Karstadt AG di Amburgo) e da questa piazzate sul mercato americano nel 1925 mentre nel 1926 la Leiziger Bierbrauerei zu Reudnitz Riebeck & Co. AG emise la prima obbligazione con opzione piazzata sul mercato tedesco ⁽⁷⁸⁾. Nel 1926, inoltre, Sintenis per la prima volta formulò in dottrina delle chiare indicazioni sulle *Optionsanleihen* e sulla loro distinzione dalle *Wandelsanleihen* ⁽⁷⁹⁾. Negli anni successivi si ebbero ulteriori 5 *Optionsanleihen* in patria e 20 all'estero e le emissioni di *Optionsanleihen* sia per il numero sia per il volume delle emissioni superarono sensibilmente quelle di *Wandelsanleihen*.

Entrambe, tuttavia, furono oggetto di un acceso dibattito, inizialmente persino sulla stampa quotidiana, e furono fieramente osteggiate da una parte della dottrina, che evidenziò i possibili effetti negativi di questo tipo di strumenti (quali, ad esempio, vantaggi sproporzionati per i possessori di questi titoli a danno dei vecchi azionisti, una diluizione dei dividendi, la variabilità del capitale, l'instabilità del patrimonio ed il

⁽⁷⁷⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 15-16.

⁽⁷⁸⁾ SCHUMANN, *Optionsanleihen*, cit., p. 9.

⁽⁷⁹⁾ SINTENIS, *Schuldverreibungen mit Umtausrecht (Convertible Bonds) und mit Bezugsrecht*, in *Bankarchiv*, 1926, p. 52 ss., il quale per primo operò una chiara distinzione delle obbligazioni con diritto di opzione dalle obbligazioni convertibili; SCHUMANN, *Optionsanleihen*, cit., p. 8, nota 10, il quale ricorda che al 33° Deutsche Juristentag dell'11 settembre 1924 ad Heidelberg, sul tema «*Empfehlen sich Aenderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften?*», si parlava solo di obbligazioni convertibili mentre invece al 34° Deutsche Juristentag del 1926 a Köln, sul tema «*Soll bei einer Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden?*» si parlava già di obbl. con diritto di opzione anche se rimanevano in primo piano le obbligazioni convertibili.

pericolo che esse divenissero un mezzo per agevolare l'acquisto del controllo delle imprese tedesche da parte di capitalisti stranieri) e ne raccomandò l'impiego solo in casi straordinari e di effettiva necessità.

Anche in Germania (come negli USA) in una prima fase (1926-1936) questi strumenti non ebbero una disciplina normativa specifica; l'ordinamento giuridico tedesco, tuttavia, a differenza di quello americano, si rilevò persino ostile al loro accoglimento. Vi furono, in particolare, vari problemi di adattamento: alcuni vennero superati per via interpretativa, mentre un ostacolo considerato non agevolmente rimovibile all'emissione diretta da parte delle società i cui titoli erano oggetto dell'opzione o della conversione venne ravvisato nel fatto che la legge tedesca in vigore all'epoca prevedeva, in caso di aumento di capitale, un divieto di emissione delle nuove azioni prima della registrazione dell'avvenuta esecuzione integrale dell'aumento, ciò che rendeva lo strumento di fatto inutilizzabile in quanto l'esercizio del diritto di conversione o di opzione da parte di ogni singolo obbligazionista veniva subordinato all'esercizio dell'analogo diritto da parte di tutti gli altri obbligazionisti ⁽⁸⁰⁾. Per aggirare questo ostacolo vennero dunque proposti ed attuati dei procedimenti di emissione di obbligazioni convertibili e di obbligazioni con diritto di opzione «indiretti», che non richiedevano l'emissione di azioni da parte della società in epoca successiva all'emissione delle obbligazioni. Le principali tecniche di emissione indirette di queste obbligazioni - definite «improprie» - erano tre ⁽⁸¹⁾.

Il sistema più utilizzato prevedeva l'impiego delle cosiddette «azioni di provvista», emesse in numero elevatissimo per evitare possibili scalate da parte di capitalisti stranieri nel periodo in cui, subito dopo la prima guerra mondiale, l'inflazione

⁽⁸⁰⁾ Il problema era già segnalato dal MELCHIOR, *Convertible bonds (in Aktien umtauschbare Schuldverschreibungen)*, cit., p. 355-356.

⁽⁸¹⁾ Le tre tecniche sono analiticamente descritte in MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, cit., p. 525.

era molto elevata: esse venivano fatte sottoscrivere da un «fiduciario» della società, la quale, contestualmente alla sottoscrizione, versava al fiduciario a titolo di mutuo un importo pari al capitale sottoscritto e, attraverso un sistema di vincoli obbligatori, manteneva le azioni medesime a propria completa disposizione. La società, pertanto, attraverso il fiduciario poteva disporre di queste azioni anche per emettere le obbligazioni convertibili e con diritto di opzione: in pratica al fiduciario venivano fatte sottoscrivere anche delle obbligazioni ordinarie e, successivamente, per conto della medesima società, lo stesso fiduciario metteva in circolazione tali obbligazioni come convertibili ovvero come aventi diritto di opzione sulle azioni di provvista da lui parimenti già detenute fiduciariamente.

Un metodo alternativo (che prevedeva l'utilizzo non di azioni già emesse ma, al contrario, di azioni da emettersi) consisteva nell'emissione di azioni in concomitanza dell'emissione delle obbligazioni, facendo sottoscrivere le une e le altre ad un fiduciario, il quale poi procedeva alla vendita delle obbligazioni come convertibili o con diritto di opzione e riceveva dalla società a titolo di mutuo una somma pari a quella da lui versata per il conferimento relativo alle azioni. In queste prime due ipotesi il ruolo rivestito dal fiduciario era particolarmente delicato e di alta responsabilità: per questo motivo esso era generalmente assegnato a banche, società controllate dall'emittente o a un consorzio «*nahestehend*».

Un ultimo procedimento prevedeva l'assunzione da parte degli azionisti di maggioranza o dei componenti del consiglio di amministrazione personalmente dell'obbligo di soddisfare gli obbligazionisti in caso di esercizio del loro diritto di conversione/opzione: detti soggetti, infatti, in considerazione del ruolo rivestito nella società, erano in grado di garantire l'approvazione da parte dell'assemblea di un aumento di capitale tale da soddisfare gli obbligazionisti: gli azionisti di maggioranza, inoltre, ben avrebbero potuto soddisfare gli obbligazionisti mediante cessione di parte del proprio pacchetto azionario.

Il meccanismo delle emissioni indirette, tuttavia, non appariva adeguato all'importanza che il fenomeno aveva ormai assunto sul mercato finanziario tedesco, sicché già nei progetti di legge del 1930 e del 1931 sulle società fu inserita la previsione di una disciplina organica della fattispecie; pochi anni dopo, quando, con legge del 30 gennaio 1937, venne finalmente realizzato l'*Aktiengesetz* (ossia la legge azionaria tedesca), ai §§ 159 ss. ⁽⁸²⁾ venne introdotto un sistema che legittimava e facilitava l'emissione delle obbligazioni convertibili e delle obbligazioni con diritto di opzione su azioni e ne disciplinava nei particolari il procedimento, con riguardo alle emissioni sia dirette sia indirette ⁽⁸³⁾. Condizioni per l'emissione delle obbligazioni convertibili o con diritto di opzione, in particolare, erano l'adozione di una delibera assembleare presa a maggioranza di almeno tre quarti delle azioni rappresentate (salvo in statuto fosse prevista una maggioranza diversa) e l'ottenimento dell'autorizzazione del Ministro dell'Economia (di concerto con i Ministri della Giustizia e delle Finanze). Agli azionisti venne garantito un diritto di opzione *ex lege* sulle obbligazioni emesse, assicurando così loro la possibilità di conservare intatta la misura della partecipazione al capitale sociale. Altra novità significativa fu la previsione dell'aumento di capitale condizionato (*bedingte Kapitalerhöhung*), fino a quel momento sconosciuto: l'assemblea, a maggioranza di almeno tre quarti delle azioni rappresentate (salva la previsione statutaria di una diversa maggioranza, purché superiore), poteva deliberare la realizzazione di un aumento di capitale il cui ammontare sarebbe stato (successivamente) determinato nella misura in cui fossero stati esercitati i diritti di conversione e di opzione, con il limite costituito dal fatto che il valore nominale di

⁽⁸²⁾ Si noti che la numerazione citata si riferisce a quella dell'epoca e non quella attuale; v., sul punto, MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, cit., p. 501, ove ampi riferimenti bibliografici, il quale dà atto che già nel 1930 e nel 1931 erano stati elaborati due distinti progetti di legge sulle società nei quali questi strumenti erano previsti.

⁽⁸³⁾ Per un'illustrazione chiara e concisa della disciplina introdotta dall'*Aktiengesetz* v. MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, cit., p. 526-528.

questo «capitale condizionato» non poteva superare l'ammontare della metà del capitale sociale esistente al momento della deliberazione di aumento condizionato; la deliberazione assembleare, inoltre, non poteva successivamente essere revocata ed ogni eventuale deliberazione contraria era colpita da nullità.

Sebbene le obbligazioni convertibili e con *warrants* si fossero finalmente conquistate un riconoscimento a livello normativo, la crisi economica degli anni 1929-1931 e la presenza di un nutrito filone dottrinale fortemente ostile a questi strumenti, considerati di emergenza, ne determinarono un lungo declino anche in Germania. Entrambi gli strumenti infatti, negli anni '30 subirono un brusco arresto e, infine, scomparvero dal mercato tedesco per riapparirvi solo molto più tardi, ossia nel 1951 quanto alle obbligazioni convertibili e solo nel 1967 quanto alle obbligazioni con opzione, che tornarono sul mercato per effetto di un'emissione da parte della Lufthansa, seguita poi a breve da imprese quali Siemens, Bayer, Hoechst, Deutsche Bank e Commerzbank grazie alla fase rialzista dell'economia tedesca ⁽⁸⁴⁾. Nel periodo successivo le *Optionsanleihen* si confermarono come un mezzo di finanziamento molto apprezzato e molto più utilizzato rispetto alle obbligazioni convertibili: un vero e proprio *boom* si registrò nel 1986 con 19 emissioni (per un volume di almeno 6,5 miliardi di marchi) e nel 1990 le *Optionsanleihen* in circolazione erano circa 70 ⁽⁸⁵⁾.

A partire dagli anni '60, dunque, esaurita la fase della ricostruzione post-bellica, gli investitori tedeschi, sebbene la Germania fosse ancora afflitta da un'elevata inflazione, si dimostrarono fiduciosi sul buon andamento, per il futuro, del proprio mercato azionario, e questo costituì il presupposto per il rilancio dei buoni di opzione sulle azioni. Le banche, in particolare, utilizzarono le obbligazioni convertibili per

⁽⁸⁴⁾ SCHUMANN, *Optionsanleihen*, cit., p. 9 ss.; LUTTER, *Les obligations convertibles et échangeables contre des actions en droit allemand*, cit., p. 201.

COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. soc.*, 1980, p. 81 ss.; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 16.

⁽⁸⁵⁾ SCHUMANN, *Optionsanleihen*, cit., p. 1.

favorire la raccolta di capitale a breve termine e le obbligazioni con *warrants* per ottenere capitale più a lungo termine e a costi più bassi; le società industriali, invece, si avvalsero in maniera indifferenziata di entrambe le forme di prestito, pur palesando una leggera prevalenza per le obbligazioni con *warrants* ⁽⁸⁶⁾.

Proprio negli anni '60 (in particolare nel 1965), inoltre, l'Aktiengesetz venne riformato e, al § 221, sotto la comune denominazione di *Wandelschuldverschreibungen*, che letteralmente significa "obbligazioni convertibili", vennero disciplinate sia le obbligazioni convertibili in senso stretto (le *Schuldverschreibungen mit Umtauschrecht* o *Wandelsanleihen*) sia le obbligazioni con *warrant* (le *Schuldverschreibungen mit Bezugsrecht* o *Optionsanleihen*): detta comune denominazione, invero fuorviante ⁽⁸⁷⁾, venne dunque trasfusa dal § 174 dell'AktG del 1937 al § 221 dell'AktG del 1965 ⁽⁸⁸⁾. Mantenuta l'impostazione del 1937, il § 221 dell'Aktiengesetz del 1965, per tutelare l'interesse degli azionisti alla conservazione della propria proporzione di partecipazione al capitale sociale in caso di utilizzo di questi strumenti, confermò il diritto di opzione degli azionisti sulle obbligazioni (comma 4) e la riserva assembleare (con maggioranza qualificata) per la deliberazione sull'emissione di questi titoli in deroga alla competenza generale dell'organo amministrativo (comma 1), pur prevedendo la possibilità di una delega della decisione all'organo amministrativo (comma 3). Venne inoltre organicamente disciplinato l'aumento di capitale «ad esecuzione condizionata», anche mediante l'introduzione di un elenco degli scopi legittimanti detta forma di aumento di capitale, nel tentativo di limitare l'utilizzo di tale strumento ai soli casi ivi menzionati.

⁽⁸⁶⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 17, il quale richiama sul punto JANNSEN, *Bedeutung und Ausstattung von Wandel und Optionsanleihen*, Göttingen, 1982, p. 44 ss. Sul punto anche SCHUMANN, *Optionsanleihen*, cit., p. 11; LUTTER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1995, Band 5/1, § 221-10, p. 526.

⁽⁸⁷⁾ LUTTER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, cit., § 221-10, p. 526 ss.; SCHUMANN, *Optionsanleihen*, cit., p. 9 e p. 15; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 17.

⁽⁸⁸⁾ SCHUMANN, *Optionsanleihen*, cit., p. 9 e p. 15.

Il sistema tedesco, che negli anni '40 Minervini considerava «il più completo e perfetto esistente in materia, nelle moderne legislazioni» in quanto «delineato con precisione di particolari e sensibilità alle esigenze della pratica»⁽⁸⁹⁾, venne anche duramente criticato in quanto eccessivamente rigido a fronte delle variegata e mutevoli possibili applicazioni pratiche delle emissioni dei *warrants*⁽⁹⁰⁾: stando alla lettera della legge, infatti, dovevano considerarsi legittime unicamente le obbligazioni con opzioni di acquisto di azioni della stessa società emittente. Da subito venne tentato un superamento per via interpretativa dei limiti (invero piuttosto angusti) posti dall'*Aktiengesetz*: nella prassi, ad esempio, si registrarono emissioni di obbligazioni con diritto di opzione su azioni di società diverse da quella emittente le obbligazioni; la dottrina maggioritaria, inoltre, in considerazione della rilevanza oramai assunta dal fenomeno (a causa dei rilevanti vantaggi fiscali), si mostrò favorevole a ritenere ammissibili le emissioni di obbligazioni in valuta estera da parte delle controllate estere delle società tedesche con annessi buoni d'opzione su azioni della controllante medesima⁽⁹¹⁾. Successivamente, inoltre, anche per evitare l'isolamento internazionale, sia autorevole dottrina sia gli operatori si mostrarono favorevoli al superamento dei limiti derivanti da un'interpretazione tassativa dei casi indicati dalla legge e venne adottata un'interpretazione analogica ai vari modelli esistenti sul mercato⁽⁹²⁾ quali l'emissione di *warrants* abbinati ad azioni⁽⁹³⁾ o, finalmente, le emissioni di *warrants* autonomi⁽⁹⁴⁾:

⁽⁸⁹⁾ MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, cit., p. 528.

⁽⁹⁰⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 18.

⁽⁹¹⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 17, il quale richiama sul punto il contributo, definito fondamentale, di LUTTER, *Optionsanleihen ausländischer Tochtergesellschaften*, in *Die Aktiengesellschaft*, 1972, p. 125 ss.

⁽⁹²⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 19; MARTENS, *Die mit Optionsrechten gekoppelte Aktienemission*, in *Die Aktiengesellschaft*, p. 70 ss.; STEINER, *Zulässigkeit der Begebung von Optionsrechten auf Aktien ohne Optionsschuldverschreibung (naked warrants)*, in *Wertpapier Mitteilungen*, 1990, p. 1776 ss.

⁽⁹³⁾ MARTENS, *Die mit Optionsrechten gekoppelte Aktienemission*, cit., p. 70 ss.

⁽⁹⁴⁾ STEINER, *Zulässigkeit der Begebung von Optionsrechten auf Aktien ohne Optionsschuldverschreibung (naked warrants)*, cit., p. 1777; HABERSACK, in *Münchener*

su quest'ultimo punto, tuttavia, il dibattito è ancora vivo in Germania e sono tuttora prevalenti, in dottrina come in giurisprudenza, le voci contrarie all'ammissibilità di *warrants* autonomi ⁽⁹⁵⁾. Si può anzi affermare che, successivamente alla modifica dell'art. 192 dell'*Aktiengesetz* ad opera dell'art. 1 del Kontag (legge per il controllo e la trasparenza del 27 aprile 1998), che ha esplicitamente ammesso che l'utilizzo dell'aumento di capitale condizionato anche per le *stock options* (con ciò ammettendo, a fini retributivi, le opzioni autonome), l'opinione secondo la quale deve essere esclusa l'emissione di opzioni autonome per ipotesi diverse da quella delle *stock options* è diventata maggioritaria ⁽⁹⁶⁾.

Kommentar zum Aktiengesetz, Band 6, 2005, p. 934; FUCHS, in *Die Aktiengesellschaft*, 1995, p. 439 ss.; SIEBEL, *Vorzugsaktien als «Hybride» Finanzierungsform und ihre Grenzen*, in *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 1997, p. 663-664; WOHLFAHRT-BRAUSE, in *Wertpapier Mitteilungen*, 1997, p. 398; KRIEGER, in *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, München, 1999, p. 680; KAROLLUS, in GEBLER-HEFEMEHL-ECKARDT-KROPFF, *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 1994, § 221, Rdn. 28; *contra* LUTTER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 1995, p. 573; MARTENS, *Die mit Optionsrechten gekoppelte Aktienemission*, cit., p. 73; HIRTE, in *Wertpapier Mitteilungen*, 1993, p. 2068; HÜFFER, in *Beck'sche Kurz-Kommentare*, Band 53, *Aktiengesetz*, München, 2006, p. 1119 ss.; SCHUMANN, *Optionsanleihen*, cit., p. 42 ss.; in giurisprudenza Trib. Stoccarda, 30 ottobre 1997, in *Die Aktiengesellschaft*, 1998, p. 43, il quale afferma che «*incontestabilmente secondo il diritto azionario vigente la emissione di opzioni non legate ad un prestito obbligazionario – cosiddetti naked warrants - è inammissibile*»; Trib. Braunschweig, in *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 1998, p. 388, che ritiene che «*non sono ammissibili diritti di opzione non legati ad un prestito obbligazionario con i quali l'investitore ottiene a fronte di un investimento inferiore (n.d.t. rispetto all'acquisto diretto delle azioni) una chance di guadagno speculativa, che si realizza nel caso di aumento del corso*»; Trib. Stoccarda, 16 gennaio 2002, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2002, p. 1808 ss., il quale osserva che il nuovo art. 192 dell'*Aktiengesetz*, come modificato nel 1998, ammettendo eccezionalmente l'aumento di capitale condizionato per la creazione di diritti di opzione autonomi nel caso delle *stock options* riservate ai dipendenti, deve essere considerato come una conferma della generale inammissibilità di diritti di opzione autonomi.

⁽⁹⁵⁾ Vedi la nota precedente.

⁽⁹⁶⁾ Si veda, per gli ampi riferimenti al dibattito in atto in Germania sul punto, HABERSACK, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, cit., p. 934, il quale, tuttavia, conferma di ritenere ammissibile l'emissione di *warrants* autonomi ed osserva quanto segue: «l'unica differenza tra le obbligazioni con opzione previste e disciplinate espressamente dall'art. 221, comma 1, frase 1, e i *warrants* autonomi consiste nel fatto che nell'obbligazione con opzione oltre al prestito si verifica un ulteriore finanziamento ma non si comprende il motivo per cui questa funzione ulteriore dovrebbe legittimare una differenziazione: tutti gli argomenti

Una evoluzione analoga a quella descritta per la Germania si è verificata in **AUSTRIA**, dove l'art. 174 dell'*Aktiengesetz* del 1965 (che riprende l'art. 174 dell'*Aktiengesetz* del 1937) prevede una disciplina comune per le obbligazioni convertibili e per le obbligazioni con *warrant* ⁽⁹⁷⁾ sotto la comune denominazione di *Wandelschuldverschreibungen*, che, come si è già visto, letteralmente significa “obbligazioni convertibili”. Degno di nota è il fatto che anche in questo paese viene riconosciuta tutela al portatore dei *warrants* in caso di adozione, da parte della società, di decisioni tali da provocare l'annacquamento dei suoi diritti, come, ad esempio, nel caso di delibere di aumento di capitale in pendenza del termine per l'esercizio del diritto di conversione e/o di opzione: in particolare, in caso di aumento di capitale a titolo gratuito trova applicazione l'apposita previsione antiannacquamento di cui al par. 5, comma 2, del KapBG (*Kapitalberichtigungsgesetz*) mentre in caso di aumento di capitale a titolo oneroso, pur in assenza di una espressa disposizione normativa, si

addotti contro i diritti di opzione (in particolare il pericolo di annacquamento del valore delle azioni e del potere di voto e anche gli aumentati rischi speculativi) valgono anche per le obbligazioni con opzione. Detto altrimenti: sia con l'emissione di una obbligazione con opzione sia con l'emissione di *warrants* autonomi la tutela dell'azionista si ottiene attraverso il diritto di opzione di cui all'art. 221, comma 4, che garantisce un diritto di opzione sulle azioni. Per poter fondare l'opinione contraria bisognerebbe ritenere che il legislatore considerasse in sé come sospetti i diritti di opzione (ammettendone però eccezionalmente l'emissione in considerazione perché essi rendono il prestito più invitante). Questa interpretazione (non convincente anche in considerazione dei vantaggi che la società può ottenere con l'emissione dei *warrants* autonomi) non persuade se si esamina la questione dal punto di vista storico. Si deve al contrario considerare che il legislatore del 1937 e del 1965 voleva disciplinare le obbligazioni convertibili e con opzione allora in circolazione senza tuttavia voler escludere l'ammissibilità di mezzi di finanziamento diversi che a queste fossero assimilabili. A ciò bisogna aggiungere che i diritti di opzione puri (che procurano un diritto di acquisto) possono tranquillamente essere inquadrati come diritti di godimento poiché procurano un diritto di acquisto adeguato al diritto di opzione che spetta al socio della società ma che il legislatore non aveva in mente nessuna limitazione di future possibilità di creazione. Pertanto i *warrants* autonomi emessi per scopi di finanziamento dovevano essere visti come una creazione ammissibile sulla base dell'art. 221, con la conseguenza che l'art. 187 viene derogato dall'art. 221 quale *lex specialis*».

⁽⁹⁷⁾ NOWOTNY, *Wandel- und Optionsanleihen in Österreich*, in *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa* a cura di Lutter e Hirte, Berlin-New York, 2000, p. 177 ss.

ritiene che il titolare del diritto di opzione debba essere tutelato mediante un adeguamento delle condizioni per l'esercizio dell'opzione in virtù del principio della *ergänzende Vertragsauslegung* (l'interpretazione integrativa) ⁽⁹⁸⁾.

Anche in Austria, come in Germania, manca un espresso riconoscimento normativo circa la possibilità di emissioni di *warrants* autonomi e la dottrina sul punto appare divisa ⁽⁹⁹⁾.

* * *

Anche in Belgio ed in Francia, come in Germania, obbligazioni convertibili e obbligazioni con diritto di opzione hanno una disciplina di protezione comune ⁽¹⁰⁰⁾.

In **FRANCIA**, in particolare, le obbligazioni convertibili e quelle con diritto di opzione a lungo suscitarono scarso interesse negli operatori e nella dottrina. Fino alla metà del XX secolo, inoltre, entrambi questi strumenti furono utilizzati in assenza di specifiche norme, anche in quanto il diritto francese vigente, a differenza di quello tedesco, non poneva seri ostacoli a tali emissioni ⁽¹⁰¹⁾.

Le obbligazioni convertibili, in particolare, furono autorizzate per la prima volta in Francia con la legge del 25 febbraio 1953 e regolamentate con il decreto n. 53-811 del 3 settembre dello stesso anno, anche se le emissioni furono rare ed esse si diffusero solo a seguito della l. 24 luglio 1966, n. 537 (legge fondamentale sulle società) e della l. 6 gennaio 1969, n. 12, che autorizzava l'emissione di obbligazioni convertibili in

⁽⁹⁸⁾ NOWOTNY, *Wandel- und Optionsanleihen in Österreich*, cit., p. 180.

⁽⁹⁹⁾ In senso favorevole, con specifico riferimento all'ordinamento austriaco, NOWOTNY, *Wandel- und Optionsanleihen in Österreich*, cit., p. 204 ss., il quale osserva che i *warrants* autonomi debbono essere ammessi in virtù della loro oggettiva somiglianza con le obbligazioni con *warrants*; ID., *RdW*, 1997, p. 185 ss.

⁽¹⁰⁰⁾ BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, p. 283.

⁽¹⁰¹⁾ MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, cit., p. 516.

qualsiasi momento ⁽¹⁰²⁾. Con la l. 24 luglio 1966, n. 537 (legge fondamentale sulle società), inoltre, il legislatore riconobbe e disciplinò anche le *obligations échangeables contre des actions* (obbligazioni permutabili con azioni) ⁽¹⁰³⁾.

Con la legge 3 gennaio 1983, n. 1 ⁽¹⁰⁴⁾ venne quindi operata una novellazione della legge sulle società con l'introduzione degli artt. da 194-1 a 194-11, che introdussero le *obligations avec bons de souscription d'actions*, ossia le obbligazioni con buoni di sottoscrizione di azioni da emettersi da parte della stessa società o della sua controllante ⁽¹⁰⁵⁾ (secondo il modello da tempo in uso nella prassi in Germania). Dette obbligazioni trovarono poi conferma nell'art. L. 212-7 del *Code monétaire et financier* del dicembre del 2000 e nella regolamentazione contenuta negli artt. L. 225-150 - L. 225-158 del *Code de Commerce* del settembre del 2000 ⁽¹⁰⁶⁾. La disciplina di queste

⁽¹⁰²⁾ BONNEAU-DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, 2005, p. 108; DIDIER, *Droit commercial*, Paris, 1999, 3, p. 113 ss.; DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1957, I, p. 508.

⁽¹⁰³⁾ BONNEAU-DRUMMOND, *op. cit.*, p. 110. Le *obligations échangeables contre des actions* erano riservate alle società quotate e prevedano un meccanismo che richiedeva il coinvolgimento di tre soggetti: la società emittente, l'obbligazionista ed un terzo sottoscrittore. La società emetteva contestualmente le obbligazioni e le azioni; le prime erano sottoscritte dal pubblico e le seconde da un terzo sottoscrittore che riceveva dalla società il rimborso della somma che egli aveva versato per sottoscrivere le azioni ed una commissione. Il terzo si impegnava a permutare in qualsiasi momento le azioni detenute con le obbligazioni su domanda degli obbligazionisti. Con legge del 1969 il legislatore semplificò l'operazione autorizzando l'emissione di obbligazioni permutabili con azioni già emesse al momento dell'emissione obbligazionaria: così, quando ormai sembrava che questi titoli fossero stati abbandonati a favore delle obbligazioni convertibili, essi conobbero un grande successo in quanto il fatto di poter utilizzare delle azioni già emesse, prelevate secondo il proprio piacimento o ricomprate sul mercato nel quadro di un programma di raccolta di titoli propri presentava per l'emittente il grande vantaggio di evitare la diluizione del proprio azionariato.

⁽¹⁰⁴⁾ BONNEAU-DRUMMOND, *op. cit.*, p. 110; DIDIER, *Droit commercial*, cit. p. 118; CAMPOBASSO, *Le obbligazioni con warrants*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo-Portale, 1988, vol. 5, p. 16; GUYENOT-DESURVIRE-SALERNO, *Le bons de souscription d'actions: un nouveau produit financier*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 1131 ss.; CLARIZIA, *Le obbligazioni nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, Torino, 1985, vol. 16, p. 627 ss., nota 39.

⁽¹⁰⁵⁾ V. oggi l'art. L. 225-150, al. 2 del Code de commerce.

⁽¹⁰⁶⁾ BONNEAU-DRUMMOND, *op. cit.*, p. 110 e, per ciò che riguarda i riferimenti ai due codici, p. 38. L'art. L. 225-150 del Code de commerce, in particolare, prevede che i buoni di

obbligazioni è modellata su quella delle obbligazioni convertibili per ciò che riguarda le modalità dell'aumento di capitale ⁽¹⁰⁷⁾ e la protezione dei diritti dei portatori dei titoli ⁽¹⁰⁸⁾.

La legge 14 settembre 1985, n. 1321, affermò il principio della libertà di creazione di valori mobiliari atipici con specifico riguardo alle opzioni azionarie, sia pure fissando alcuni limiti ⁽¹⁰⁹⁾ e detto principio è oggi ribadito dal Code monétaire et financier del 2000 e dal Code de commerce ⁽¹¹⁰⁾. Una nota congiunta della Commission des opérations de bourse (oggi Autorité des marchés financiers) e del Conseil des marchés financiers del 2000 (modificata nel gennaio 2006), infine, precisa i principi relativi all'emissione, alla cessione o all'ammissione dei *bons d'option* o *warrants financiers*, includendo nella definizione sia i *warrants* sia i *covered warrants* ⁽¹¹¹⁾.

Analogamente in **BELGIO** i «*droits de souscription d'actions, isolés ou attachés à un autre titre*» sono oggi espressamente disciplinati dagli artt. 496 ss del *code des sociétés*, entrato in vigore nel febbraio 2001, che riprende le disposizioni di cui alla l. 23 luglio 1962 ed al Code de commerce ⁽¹¹²⁾. Dette norme si affiancano a quelle (conformi) in tema di obbligazioni convertibili (artt. 489-492 del medesimo code des sociétés) e prevedono, tra le altre cose, la possibilità per una società figlia di emettere

opzione attaccati a queste obbligazioni conferiscono al portatore «le droit de souscrire des actions à émettre par la société à un ou plusieurs prix et dans le conditions et délais fixés par le contrat d'émission».

⁽¹⁰⁷⁾ Art. L. 225-155 del Code de commerce.

⁽¹⁰⁸⁾ Art. L. 225-153 e L. 225-154 del Code de commerce e artt. da 171 a 174-2 del Décret n° 67-236 du 23 mars 1967.

⁽¹⁰⁹⁾ Anche in questa occasione venne utilizzata la tecnica della novellazione della legge fondamentale sulle società, cui vennero aggiunti gli artt. da 339-1 a 339-7; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 21-22.

⁽¹¹⁰⁾ V. gli artt. L. 411-1 ss del Code monétaire et financier.

⁽¹¹¹⁾ Il testo vigente della nota è pubblicato nella *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n° 21, janvier 2006, pp. 1-3. Una pubblicazione del testo anteriore alla recente modifica del gennaio 2006 si trova invece in BONNEAU-DRUMMOND, *op. cit.*, p. 133 ss.

⁽¹¹²⁾ Sulla disciplina di cui alla l. 23 luglio 1962 e di cui, successivamente, agli artt. 101-bis ss. del *Code de commerce* (oggi trasfusa nel code des sociétés) v. COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 85.

obbligazioni con diritto di opzione su azioni della propria società madre (art. 498), termini massimi di durata dell'opzione (artt. 499-500), oltre un'energica tutela dei portatori dei titoli, proibendo alla società emittente di compiere atti idonei a ledere i loro diritti (art. 501).

* * *

In SPAGNA, come in Italia, manca una espressa organica disciplina normativa sui *warrants*, sebbene anche in questo paese la rilevanza del fenomeno appaia costantemente crescente a far data dalla loro apparizione sui mercati spagnoli, avvenuta alla fine degli anni '80⁽¹¹³⁾. La *Ley de sociedades anónimas*, in particolare, prevede una disciplina per le obbligazioni convertibili mentre nessun riferimento viene fatto alle obbligazioni con diritto di opzione o ai *warrants*, che vengono pertanto ricondotti ai c.d. *híbridos financieros* (114).

La legittimazione all'emissione dei *warrants*, pertanto, è stata originariamente riconosciuta sulla base dei principi generali di autonomia privata di cui all'art. 1225 del *Código civil* e della libertà di emissione di *valores atípicos* di cui all'art. 25 della *Ley del Mercado de valores* nonché in considerazione del fatto che l'art. 22 del *Código de Comercio* e l'art. 94.8 del *Reglamento del Registro Mercantil* prevedevano che nel fascicolo di ciascuna società venissero obbligatoriamente indicate l'emissione di obbligazioni o di altri *valores negociables*, con ciò implicitamente ammettendo l'esistenza di *valores* distinti da quelli previsti dalla legge (115).

(113) AA.VV., *Memento Practico Lefebvre*, Madrid, 2000, p. 614 ss.; RODRÍGUEZ-ROVIRA, *Los warrants: especial referencia a su emisión*, in *Rev. Der. Merc.*, 1991, 841 ss.; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 23.

(114) RODRÍGUEZ-ROVIRA, *Los warrants: especial referencia a su emisión*, cit., p. 844; CACHON BLANCO, *Régimen jurídico de los warrants -valores mobiliarios - Especial referencia a la incidencia del Real Decreto de 17 de marzo de 1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta*, in *Revista de Derecho Bancario Y Bursátil*, 1992, p. 373 ss.

(115) RODRÍGUEZ-ROVIRA, *Los warrants: especial referencia a su emisión*, cit., p. 844; GARCIA-PITA Y LASTRES, *Breves consideraciones sobre la problemática jurídica de los warrants y las opciones sobre valores negociables*, in *La ley*, t. II, 1990, 1205 ss., specie p.

Dagli inizi degli anni '90, tuttavia, il legislatore ha più volte espressamente riconosciuto l'esistenza dello strumento ed ha attivamente contribuito a formarne la disciplina.

Un primo espresso riconoscimento normativo si è avuto nell'art. 1 del Real Decreto 26 luglio 1991, n. 1197, sul *regimen de las ofertas publicas de adquisición de valores*, che prevede l'obbligo di OPA preventiva per il potenziale acquirente di *warrants* idonei a dare accesso a una partecipazione rilevante al capitale con diritto di voto di una società.

A questo ha poi fatto seguito il Real Decreto 27 marzo 1992, n. 291 sulle *emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, nel quale è stato sancito da un lato il loro carattere di *valores negociables* (art. 2.1 a) e b)) e dall'altro lato la loro atipicità (art. 17) ⁽¹¹⁶⁾. Detta legge inoltre, anche nella formulazione risultante dalle modifiche di cui al Real Decreto 7 dicembre 1998, n. 2590, prevede che agli strumenti, diversi dalle obbligazioni convertibili, che conferiscono al portatore l'opzione di acquistare altri titoli, è applicabile la disciplina dettata nella *Ley de sociedades anónimas* a favore degli obbligazionisti con diritto di conversione ⁽¹¹⁷⁾ e dunque riconosce che, in caso di aumenti di capitale a pagamento, vi è un obbligo di attribuire ai portatori dei *warrants* un diritto di opzione su azioni o obbligazioni convertibili di nuova emissione mentre in

1212-1213; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 23, che rimanda a FERNANDEZ DEL POZO, *La atipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos*, in *Rev. crit. der. immob.*, 1991, p. 1879 ss.

⁽¹¹⁶⁾ AGULLÓ, *Tratamiento de los "warrants" Financieros en el Impuesto sobre la Renta de las personas Físicas*, in *Quincena Fiscal Aranzadi*, 2001, p. 9 ss.; CACHON BLANCO, *Régimen jurídico de los warrants*, cit., p. 373 ss.

⁽¹¹⁷⁾ Il secondo comma dell'art. 19 del Real Decreto 27 marzo 1992, n. 291 recita infatti quanto segue: « (...) En todos los casos en que la opción dé derecho a la adquisición de acciones pendientes de emisión, deberán recogerse reglas de igual contenido que las previstas para las obligaciones convertibles en el artículo 293, y en los números 2, segundo párrafo, y 3 del artículo 294 de la Ley de Sociedades Anónimas». La disposizione era già presente nell'art. 17 del testo risultante prima delle modifiche del 1998: CACHON BLANCO, *Régimen jurídico de los warrants*, cit., p. 393-394.

caso di aumenti di capitale a titolo gratuito deve essere prevista una clausola antidiluizione.

L'ultimo intervento del legislatore in materia si è avuto con il Real Decreto 4 novembre 2005, n. 1310, che *desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28-7-1988, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tale efectos* e ha ad oggetto la *regulación de los requisitos y del procedimiento aplicables a las admisiones a negociación de valores negociables ed los mercados secundarios oficiales españoles, así como a las ofertas públicas de venta o suscripción de valores negociables y el establecimiento de las condiciones para la elaboración, aprobación y distribución de los folletos que hayan de publicarse en estos supuestos*: detto provvedimento, a differenza del Real Decreto n. 291 del 1992, non qualifica più i *warrants* come titoli atipici mentre all'art. 3, comma 2, lett. h) ribadisce che essi sono «*valores negociables*», accorpandoli agli altri strumenti derivati che conferiscono al portatore il diritto ad acquistare o a vendere qualunque *valor negociable* ovvero ad ottenere la liquidazione del relativo differenziale (così comprendendo in tale definizione anche i *covered warrants*). A seguito dei molteplici interventi normativi, del resto, già da tempo in dottrina si era suggerito di eliminare l'originaria qualificazione dei *warrants* quali titoli atipici ⁽¹¹⁸⁾.

Esattamente come in Italia, infine, l'assenza di un'organica disciplina normativa ha da un lato incentivato la creatività degli operatori economici, che hanno realizzato tipologie di *warrants* non conosciute negli altri paesi; dall'altro ha creato non pochi

⁽¹¹⁸⁾ CACHON BLANCO, *Régimen jurídico de los warrants -valores mobiliarios*, cit. p. 375.

problemi a livello sistematico ed interpretativo in relazione ai limiti oltre i quali l'autonomia privata non potrebbe spingersi (¹¹⁹).

Anche in Spagna, inoltre, i *warrants* originariamente comparvero in abbinamento ad azioni o obbligazioni per poi affermarsi in un secondo momento anche come valori autonomi. In tempi recenti, inoltre, i *warrants* hanno acquisito la denominazione di «*warrants societarios*», intendendosi per tali i *warrants* tradizionali, da tenere distinti dai c.d. «*warrants financieros*», corrispondenti ai nostri *covered warrants*.

In considerazione dell'assenza di una disciplina normativa specifica sui *warrants* la dottrina maggioritaria ritiene possibile applicare analogicamente a questi strumenti le disposizioni della *Ley de sociedades anónimas* in tema di obbligazioni convertibili: detti autori, in particolare, fondano la propria opinione sulla considerazione che l'art. 25, comma 6°, della Direttiva 77/91/CE sulle società non fa distinzione tra questi due titoli quando congiuntamente si riferisce a tutti i titoli convertibili in azioni o ai quali sia connesso un diritto di sottoscrizione di azioni (¹²⁰).

In **PORTOGALLO** una prima disciplina legale sulle obbligazioni convertibili e con diritto di opzione si è avuta nel 1971 (¹²¹). Attualmente entrambi gli strumenti sono disciplinati dal Código das Sociedades Comerciais e dal Código dos Valores Mobiliários.

(¹¹⁹) GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 24 ricorda, a titolo di esempio, le perplessità sollevate da RODRÍGUEZ-ROVIRA, *Los warrants ecc.*, cit., p. 851, il quale effettivamente sostiene che l'emissione di *warrants* da parte della controllante su azioni della società figlia, in considerazione del fatto che dà la possibilità all'emittente dei *warrants* di manipolare il valore dei valori sottostanti frustrando le aspettative dei portatori dei *warrants* contrasterebbe con l'art. 1256 del codice civile spagnolo, che vieta di rimettere l'adempimento dell'obbligazione all'arbitrio di una delle parti del rapporto.

(¹²⁰) RODRÍGUEZ-ROVIRA, *Los warrants: especial referencia a su emisión*, cit., p. 848; Memento Practico Lefebvre, cit., p. 621.

(¹²¹) ANTUNES, *Wandel- und Optionsanleihen in Portugal*, in *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa* a cura di Lutter e Hirte, Berlin-New York, 2000, p. 214.

Quest'ultimo, in particolare, detta disposizioni comuni a tutti i titoli di credito (artt. 39 ss) mentre nel Código das Sociedades Comerciais (CSC) sono contenute alcune norme specificamente dedicate alle obbligazioni convertibili e con diritto di opzione (artt. 365-372B). Alle obbligazioni con *warrants* si applicano quasi tutte le disposizioni del CSC in tema di obbligazioni convertibili e l'art. 372B prevede che, salvo diversa disposizione del regolamento di emissione, i diritti di sottoscrizione di cui ai *warrants* possono essere alienati o negoziati indipendentemente dalle obbligazioni; detta norma, inoltre, estende alle obbligazioni con *warrants* l'applicabilità dell'art. 368 che, in tema di obbligazioni convertibili, prevede una tutela per i portatori dei *warrants* in caso di operazioni sul capitale sociale idonee ad attuare un «annacquamento» dei loro diritti: vi è un divieto assoluto per alcune operazioni (art. 368, comma 1°: modifica delle previsioni in tema di distribuzione degli utili; distribuzione agli azionisti di azioni proprie; annullamento delle azioni, riduzione volontaria del capitale sociale o attribuzione di privilegi agli azionisti) mentre altre operazioni (art. 368, comma 3°: emissione di nuove obbligazioni convertibili, modifica del valore nominale delle azioni proprie, distribuzione di riserve agli azionisti, aumenti del capitale sociale a titolo gratuito o oneroso o qualunque altro atto che possa influire sui diritti degli obbligazionisti) sono ammesse solo se ai portatori dei *warrants* sono riconosciuti i medesimi diritti che, in presenza di tali operazioni, vengono assegnati agli azionisti ⁽¹²²⁾.

La diffusione di questi strumenti sul mercato portoghese è piuttosto limitata e, conseguentemente, il relativo dibattito a livello giurisprudenziale e dottrinale è pressoché inesistente ⁽¹²³⁾.

* * *

⁽¹²²⁾ ANTUNES, *Wandel- und Optionsanleihen in Portugal*, cit., p. 215.

⁽¹²³⁾ IDEM, *ibidem*.

La presenza in altri paesi delle obbligazioni convertibili e con diritto di opzione determinò anche in **SVEZIA**, alla fine degli anni '60, una forte richiesta da parte delle imprese di consentire l'introduzione anche in quel paese di tali mezzi di finanziamento delle società. Queste richieste e l'evoluzione in atto a livello internazionale condussero all'introduzione, nel 1973, di un'apposita legge sulle obbligazioni convertibili (il *Convertible bonds Act*), la quale conteneva alcune previsioni in tema di obbligazioni con *warrants*. Dette norme vennero poi trasfuse nel 1975 nel *Companies Act*, il quale, per ciò che più ci interessa, ammetteva l'emissione dei *warrants* solo se abbinati ad obbligazioni, ciò che condusse gli operatori ad emettere frequentemente obbligazioni dal valore molto basso, spesso addirittura simbolico, per poi separare il *warrant* e commercializzarlo autonomamente sul mercato immediatamente dopo la sua emissione in abbinamento ad obbligazioni. La facoltà di emettere *warrants* autonomi è stata finalmente prevista con la riforma del *Companies Act* entrata in vigore il 1° gennaio 2006. Le norme dettate sui *warrants* in prevalenza coincidono con quelle sulle obbligazioni convertibili e, infatti, la maggior parte delle disposizioni del *Companies Act* sull'argomento riguarda entrambi gli strumenti in parallelo ⁽¹²⁴⁾. Dal momento del riconoscimento normativo dello strumento si verificò una costante crescita nel numero delle emissioni delle obbligazioni con *warrants* fino al termine degli anni '80. Nel corso degli anni '90, invece, il generale ribasso del mercato azionario e le intervenute modifiche sotto il profilo fiscale determinarono una drastica diminuzione del numero delle emissioni ⁽¹²⁵⁾.

Anche in **DANIMARCA**, ove la normativa presenta molte affinità con quella svedese, la legge sulle società per azioni, ivi denominate "*aktieselskab*", prevede

⁽¹²⁴⁾ SKOG, *Convertible bonds and subscription warrants in Sweden*, in *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa* a cura di Lutter e Hirte, Berlin-New York, 2000, p. 242 ss.

⁽¹²⁵⁾ IDEM, *ibidem*, p. 246, ove si dà atto che dalle 35 emissioni del 1990 si arrivò alle 5 emissioni del 1997.

espressamente la possibilità di emettere, oltre alle obbligazioni convertibili, le obbligazioni con *warrants* e i *warrants* autonomi ⁽¹²⁶⁾. In Svezia e Danimarca fino al 2000 la normativa non prevedeva disposizioni a tutela dei portatori di obbligazioni convertibili o di obbligazioni con *warrants* durante il periodo di pendenza del diritto di conversione.

3. *L'Italia*

Anche in Italia nel primo dopoguerra si ebbe una (invero assai esigua) presenza di emissioni di obbligazioni con *warrants* da parte di società italiane esclusivamente sui mercati stranieri, specie su quello nordamericano ⁽¹²⁷⁾. A questa timida comparsa seguì un periodo di completa assenza dagli anni '30 fino agli inizi degli anni '80 ⁽¹²⁸⁾, quando

⁽¹²⁶⁾ IDEM, *ibidem*, p. 263.

⁽¹²⁷⁾ MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, cit., p. 511, il quale cita i casi di Fiat, Montecatini, Isotta, Fraschini e Breda; MONTI-ONADO, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna, 1985, p. 236 ss.; MARCHETTI, *Documenti in materia di warrants*, cit, p. 203.

⁽¹²⁸⁾ MARCHETTI, *Documenti in materia di warrants*, cit., 1984, p. 204 ss., che ricorda l'emissione di obbligazioni convertibili con *warrants* da parte delle «tre Banche di interesse nazionale» nel 1981 ed espone analiticamente le condizioni dell'emissione delle obbligazioni convertibili con *warrants* di IRI - Banca Commerciale italiana (1981-1987); l'A. illustra inoltre le emissioni dei *warrants* da parte di Olivetti (1982) e Nuovo Banco Ambrosiano (1983). Nello stesso senso CUCINOTTA, *I warrant: schema di analisi e ipotesi di utilizzo nel mercato finanziario italiano*, cit., pp. 1056-1057, il quale, tra i *warrants* per l'acquisto di azioni di quei primi anni '80, ricorda le emissioni delle obbligazioni convertibili con *warrants* dell'IRI del 1981 nonché i prestiti IRI-Santo Spirito (1982), Olivetti (1982), IMI-INTERFUND (1982); STET-SIP (1983), Nuovo Banco Ambrosiano (1983), IRI-STET (1984) ed IRI-ALITALIA (1984), Schiapparelli Farmaceutici (1984) e Spafid (1984), quest'ultimo a favore dei piccoli azionisti FIAT. Cucinotta inoltre, tra i casi di *warrants* per l'acquisto di obbligazioni di quegli anni, menziona le emissioni di IMI (1983), della Compagnia Privata di Finanza e Investimento, di Paribas e dell'Istituto Centrale di banche e banchieri, relativo all'acquisto di CCT (1984) e, infine, quella della Compagnia Privata di Finanza e Investimenti e della Banca Manusardi (1984). Si segnala anche BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, cit., pp. 261-262, che afferma che le obbligazioni con *warrant* in passato erano state oggetto di rare emissioni collocate sui mercati esteri, e solo da poco si erano affacciate sul mercato finanziario italiano.

si crearono nel nostro Paese condizioni per molti versi analoghe a quelle realizzatesi negli Stati Uniti d'America negli anni '20: da un lato, infatti, il favorevole andamento della borsa creò le condizioni per consentire agli investitori di essere fiduciosi circa il buon andamento dei titoli azionari; dall'altro, il processo infazionistico accelerato dalla crisi petrolifera del 1973 ⁽¹²⁹⁾ portò al naturale declino di titoli a reddito fisso che non erano in grado di garantire l'investitore dall'erosione del capitale per effetto di una così rilevante crescita del tasso di inflazione.

Le ragioni della reintroduzione di questo strumento, che rientra tra le varie nuove forme adottate in quegli anni per realizzare gli aumenti di capitale ⁽¹³⁰⁾, sono state individuate (i) nella globalizzazione e nell'apertura dei mercati nonché nell'adeguamento alle direttive comunitarie ⁽¹³¹⁾; (ii) nella necessità di introdurre strumenti mobiliari atti a contrastare la crescente disaffezione dei risparmiatori nei confronti dei titoli a reddito fisso ⁽¹³²⁾; (iii) nella volontà di rispondere all'esigenza di proporre al mercato prodotti finanziari nuovi e più sofisticati, per rispondere alle sollecitazioni nel senso della diversificazione del portafoglio ⁽¹³³⁾ e, infine, (iv) nella finalità di agevolare l'assorbimento di notevoli quantità di titoli da parte di un mercato mobiliare cronicamente asfittico in quanto le emissioni dei primi anni '80 provenivano soprattutto da parte di enti e società appartenenti al sistema delle partecipazioni statali ⁽¹³⁴⁾.

⁽¹²⁹⁾ Di tale processo dà atto AMBROSINI, *Titoli obbligazionari di «tipo speciale»*, in *Le società*, 1991, p. 332.

⁽¹³⁰⁾ MARCHETTI, *Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, in *Rivista del notariato*, 1993, p. 223.

⁽¹³¹⁾ MARCHETTI, *Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, cit., p. 223.

⁽¹³²⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 24 ss.

⁽¹³³⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 24 ss.

⁽¹³⁴⁾ MARCHETTI, *Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, cit., p. 223; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 24 ss.

La diffusione dei *warrants* nel mercato italiano nel corso degli anni '80 fu rapida e, alla fine del decennio, le emissioni di obbligazioni con opzione superarono quelle di obbligazioni convertibili ⁽¹³⁵⁾. Inoltre, mentre negli anni '80 le obbligazioni con *warrants* vedevano come protagoniste banche e industrie pubbliche o società private di particolare importanza ed erano utilizzati esclusivamente per raccogliere capitale di credito, a partire dai primi anni '90 il mercato iniziò a dimostrare una maggiore confidenza con i *warrants* e ad utilizzarli sfruttando quelle potenzialità operative fino ad allora sconosciute in Italia, sebbene praticate negli Stati Uniti d'America sin dall'introduzione dello strumento ⁽¹³⁶⁾.

Anche in Italia, come in Spagna, sebbene questi strumenti abbiano trovato ampia applicazione, il legislatore ha ommesso di prevederne una disciplina organica, limitandosi a prendere atto della loro esistenza ed ad intervenire su alcuni singoli aspetti, lasciando spazio, per il resto, alla autonomia contrattuale. Se da un lato questa scelta è apparsa positiva in quanto ha agevolato la creatività degli operatori economici, essa presenta anche dei profili negativi, tra i quali spicca l'assenza di regole precise. La scelta del legislatore italiano, inoltre, appare singolare se si considera che con essa si è deliberatamente disatteso l'obbligo di dare esecuzione a diverse direttive comunitarie dettagliate.

⁽¹³⁵⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 26; DE CASTELLO, *Il procedimento indiretto nell'emissione delle obbligazioni*, in *Contratto e impresa*, 1994, pp. 416-417 afferma che le emissioni di obbligazioni con *warrant* e con buona facoltà di acquisto hanno, per valide ragioni economiche, soppiantato le emissioni di obbligazioni convertibili.

⁽¹³⁶⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 26, il quale osserva che negli anni '90 si assistette «ad emissioni «autonome» di buoni d'opzione, finalizzate alla realizzazione di un futuro aumento di capitale o al graduale collocamento di azioni già sottoscritte da un intermediario, ad offerte di sottoscrizione di azioni corredate di *warrants* validi per la sottoscrizione o l'acquisto di ulteriori azioni della stessa società emittente o di altra società; all'emissione di obbligazioni o di azioni di risparmio corredate di *warrants* che conferiscono agli investitori la facoltà di convertire i titoli in loro possesso in azioni ordinarie e che possono circolare separatamente, alla stregua dei buoni di acquisto o di sottoscrizione».

La II direttiva CEE (n. 77/91) del 13 dicembre 1976, in particolare, agli artt. 25 e 29 prevedeva l'applicabilità a tutti i titoli «forniti di un diritto di sottoscrizione di azioni», e dunque anche ai *warrants*, della normativa di armonizzazione sugli aumenti di capitale. Nonostante tale previsione, il d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30, attuativo della direttiva, non fece (inspiegabilmente) alcun riferimento ai *warrants* ⁽¹³⁷⁾.

Il legislatore comunitario tornò ad occuparsi di questi strumenti con la III direttiva CEE (n. 78/855) in tema di fusioni societarie, prevedendo la necessità che il progetto di fusione indicasse i diritti riservati dall'incorporante ai «portatori di titoli diversi dalle azioni» (art. 5) e prescrivendo che «i portatori di diritti diversi dalle azioni, forniti di diritti speciali, devono beneficiare, nella società incorporante, di diritti almeno equivalenti a quelli di cui beneficiano nella società incorporata», salvo il caso in cui la modifica dei loro diritti sia stata approvata da un'assemblea dei portatori di questi titoli o dai singoli portatori (art. 15). Identiche previsioni, peraltro, furono previste a tutela dei «portatori di titoli diversi dalle azioni» in caso di scissione dagli artt. 3 e 13 della VI direttiva CEE (n. 82/891) del 17 dicembre 1982. Anche in questo caso, tuttavia, il d.lgs. 16 gennaio 1991, n. 22, attuativo di entrambe le direttive da ultimo menzionate, si è sostanzialmente astenuto dal recepire tali indicazioni, limitandosi a prevedere, mediante l'introduzione dell'art. 2501 *bis* (oggi 2501 *ter*) e dell'art. 2504 *octies* (oggi 2506 *bis*) del codice civile, che dal progetto (rispettivamente) di fusione e di scissione deve risultare «il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni».

⁽¹³⁷⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 28; MARCHETTI, in *Commentario al d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30* a cura di Marchetti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, p. 127, il quale, esaminando il problema della applicabilità analogica della disciplina delle obbligazioni convertibili a quelle con *warrants* osserva che «non ci si può comunque esimere dal lamentare la timidezza del legislatore delegato nel disciplinare una fattispecie prevista dalla direttiva, presente nella disciplina degli altri Stati membri e largamente diffusa nella prassi societaria italiana».

Negli ultimi anni, invece, i richiami diretti ed indiretti ai *warrants* da parte del legislatore italiano si sono moltiplicati. Si segnalano, al riguardo, i seguenti provvedimenti:

- la **l. 23 marzo 1983 n. 77**, che ha novellato la l. 7 giugno 1974 n. 216, modificandone l'art. 18 e introducendo l'art. 18 *bis*: quest'ultima disposizione (successivamente abrogata dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), in particolare, identificava come valore mobiliare ai fini degli obblighi di comunicazione alla Consob di cui al precedente art. 18 «ogni documento o certificato che direttamente e indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento italiani od esteri, ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non; ogni documento o certificato di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopra indicati (...)»: come correttamente rilevato sia in dottrina sia in giurisprudenza, pertanto, detta norma ricomprendeva nella nozione di valore mobiliare anche i *warrants* ⁽¹³⁸⁾;

⁽¹³⁸⁾ Pret. Roma, sez. VII penale, 26 gennaio 1984, in *Consob, L'istituzione e la legge penale*, a cura di Giovanni Maria Flick, Milano, 1987, p. 316. Il pretore affermò che «a ben vedere oltre il tenore letterale, quel che nella disposizione normativa è considerato quale tratto essenziale dei titoli qualificabili come valori mobiliari, ai fini della nuova disciplina, non è tanto l'idoneità a rappresentare diritti sociali, od a conferire diritti di acquisto di diritti sociali o crediti o interessi (negoziabili e non) o diritti su beni materiali o proprietà immobiliari, quanto piuttosto l'esser in proprio suscettibili di valutazione nel mercato finanziario che li renda oggetto di contrattazioni autonome dal contenuto rappresentato (diritti-crediti-interessi), come ad esempio avviene nei casi di rappresentazione dei cosiddetti diritti accessori (opzioni, buoni di assegnazione, premi per obbligazione, *warrants* e così via)»; ancora nel senso dell'applicabilità della l. 23 marzo 1983 n. 77 anche ai *warrants* si veda MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 12, il quale ritiene che ai *warrants* sarebbero applicabili anche le seguenti disposizioni: il decreto min. del Ministro del Commercio con l'estero e del Ministro del Tesoro del 27 aprile 1990, sicché occorrerebbe l'autorizzazione dei predetti ministeri per l'offerta al pubblico in Italia, da parte di soggetti non residenti, di valori mobiliari; la l. 17 maggio 1991, n. 157, in materia di *insider trading*; la l. 18 febbraio 1992, n. 149, sulle offerte pubbliche di acquisto.

- l'art. 27 della l. 8 agosto 1991 n. 274, in tema di «acceleramento delle procedure di liquidazione delle pensioni e delle ricongiunzioni, modifiche ed integrazioni degli ordinamenti delle Casse pensioni degli istituti di previdenza, riordinamento strutturale e funzionale della Direzione generale degli istituti stessi», che ha aggiunto alle forme di impiego consentite per i fondi patrimoniali degli istituti di previdenza anche eventuali buoni del tesoro con allegato *warrant* per l'acquisto di azioni dei medesimi istituti di credito;
- il **d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 85**, attuativo della direttiva CEE n. 89/298, che ha nuovamente modificato l'art. 18 della l. 7 giugno 1974 n. 216 eliminando le limitazioni che consentivano solo ad alcuni soggetti ⁽¹³⁹⁾ di procedere all'acquisto o alla vendita mediante offerta al pubblico «dei valori mobiliari che permettono di acquisire» azioni o obbligazioni, e dunque anche dei *warrants* azionari o obbligazionari;
- la l. 14 agosto 1993, n. 344, istitutiva dei fondi di investimento "chiusi", che al primo comma dell'art. 10 (successivamente abrogato dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), ha espressamente ricompreso le obbligazioni *cum warrant* tra i "valori mobiliari non quotati", nei quali il patrimonio conferito dagli investitori deve essere investito in misura non inferiore al 40% e non superiore all'80% ⁽¹⁴⁰⁾;

⁽¹³⁹⁾ Società per azioni con sede in Italia, società estere debitamente autorizzate secondo le norme vigenti, o loro rappresentanti, gli enti pubblici, nonché le aziende speciali, con bilancio in pareggio, delle regioni, delle province e dei comuni, singole o consorziate, anche aventi autonoma personalità giuridica, istituite per la gestione di servizi di pubblica utilità, con patrimonio assegnato e conferito di almeno due miliardi.

⁽¹⁴⁰⁾ L'art. 10 della l. 14 agosto 1993, n. 344, in particolare, rubricato «*gestione del fondo*» prevedeva quanto segue: «1. Il patrimonio del fondo deve essere investito in valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati nazionali e in quelli esteri riconosciuti ai sensi dell'articolo 20, comma 8, della citata legge n. 1 del 1991, alla cui negoziazione si applicano le disposizioni di cui all'articolo 11 della medesima legge n. 1 del 1991; in valori mobiliari non quotati, limitatamente alle azioni, alle quote, alle obbligazioni convertibili, o *cum warrant*, in azioni dello stesso emittente; in valori mobiliari diversi da quelli di cui al presente comma, ai sensi del regolamento di cui all'articolo 4, comma 1, lettera b). // 2. Il patrimonio del fondo non può

- il d.lgs. 17 marzo 1995 n. 174 (abrogato dal Codice delle assicurazioni private di cui al d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209), attuativo della direttiva 92/96/CEE in materia di assicurazione diretta sulla vita che, al secondo comma degli artt. 26 e 27, ha incluso i *warrants* tra le disponibilità idonee a coprire le riserve tecniche da costituire al fine di garantire le obbligazioni assunte;
- la l. 23 dicembre 1994 n. 724 (misure di razionalizzazione della finanza pubblica), che, all'art. 35, prevede che alcuni enti territoriali (quali regioni, province e comuni) possono deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili o con *warrant* in azioni di società possedute dagli enti locali destinati esclusivamente al finanziamento degli investimenti ⁽¹⁴¹⁾;
- il **TUF o TUIF (Testo unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria)**, ossia il **d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58**, che, all'art. 1, comma 2, dopo aver affermato che debbono essere considerati strumenti finanziari «*a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali; b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali; b bis) gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile; c) le quote di fondi comuni di investimento; d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario*», aggiunge all'elenco degli strumenti finanziari anche «*e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di*

essere investito in valori mobiliari non quotati in misura superiore all'80 per cento e in misura inferiore al 40 per cento del valore complessivo del patrimonio medesimo; la misura minima deve essere raggiunta prima della istanza di quotazione di cui all'articolo 9, comma 6, ovvero del decorso di trentasei mesi dalla chiusura dell'offerta, qualora la presentazione di tale istanza non sia obbligatoria. Il patrimonio del fondo non può inoltre essere investito in titoli di Stato italiani o esteri, ovvero in titoli emessi dalla medesima società, in misura superiore al 20 per cento del valore complessivo del patrimonio medesimo. (...)».

⁽¹⁴¹⁾ Si v., al riguardo, anche il d.m. 5 luglio 1996, n. 420 (Regolamento recante norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti locali), artt. 1 e 6; il d.m. 8 agosto 1996, n. 457 (Regolamento recante la disciplina della quotazione dei titoli di Stato e di titoli obbligazionari di enti locali), artt. 1 e 7.

acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici», (...) «h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti» e «i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti»⁽¹⁴²⁾;

- il d.lgs. 17 agosto 1999, n. 299, in tema di trasformazione in titoli del trattamento di fine rapporto a norma dell'articolo 71, commi 1 e 2, della L. 17 maggio 1999, n. 144, che ha autorizzato «l'emissione di obbligazioni, anche convertibili, od altri titoli *cum warrant*»;
- l'art. 28. (R) del d.p.r. 30 dicembre 2003, n. 397 (Testo unico delle disposizioni regolamentari in materia di debito pubblico), che ha ammesso alla quotazione ufficiale tutte le categorie di titoli di Stato a breve, medio e lungo termine, emessi con apposito decreto del Tesoro, compresi i titoli di Stato convertibili in azioni o con *warrant* di società per azioni quotate.

Questi strumenti, inoltre, sono stati ripetutamente presi in esame dai regolamenti Consob, i quali, com'è noto, effettuano un intervento non già meramente esecutivo bensì realmente integrativo della legge, secondo una prassi ormai piuttosto diffusa in molti settori del nostro ordinamento, quali, ad esempio, quelli della normativa ambientale, dei contratti di assicurazione, dei contratti relativi all'erogazione di servizi di comunicazione o di energia nonché, appunto, nel campo del mercato finanziario: in tutti questi casi il legislatore si limita a dettare i principi fondamentali della materia, rinviando per le disposizioni più specifiche a regolamenti da emanarsi da parte di

⁽¹⁴²⁾ Si noti peraltro che l'art. 1, comma 3, TUF qualifica come strumenti finanziari derivati gli strumenti finanziari ricompresi nelle lett. f), g), h), i) e j).

organismi tecnici, vere e proprie «tecnocrazie aperte al circuito dei mercati internazionali»⁽¹⁴³⁾. I regolamenti Consob, pertanto, assumono una collocazione affatto peculiare, intermedia tra le norme (primarie) di legge e quelle (secondarie) di regolamento, tanto che esse sono state efficacemente definite come «norme subprimarie»⁽¹⁴⁴⁾.

Tra i numerosi regolamenti Consob che si sono occupati del tema, un'attenzione particolare meritano quelli di seguito indicati:

- il **Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori**, approvato dalla Consob con **delibera 24 maggio 1989, n. 4088** (poi modificata con delibera del 20 febbraio 1991 ed abrogata con delibera del 22 dicembre 1997), che, all'art. 12, indica i «*requisiti dei buoni di acquisto o di sottoscrizione di titoli, c.d. warrants*», ossia i requisiti necessari per la quotazione dei *warrants*⁽¹⁴⁵⁾;

⁽¹⁴³⁾ GALGANO, *I caratteri della giuridicità nell'era della globalizzazione*, in *Soc. dir.*, 2003, p. 16, che ricorda che il Testo Unico per l'intermediazione e la Finanza (cosiddetto TUIF o TUF) si limita a dettare i principi fondamentali della materia, rinviando per le disposizioni più specifiche a regolamenti da emanarsi da parte della Consob e della Banca d'Italia ed osserva che ciò è «il riflesso di una significativa tendenza, che caratterizza il nostro tempo: la società globale porta forse al tramonto della democrazia rappresentativa e all'avvento della tecnodemocrazia»; nello stesso senso anche ROPPO, in *Il contratto e le fonti del diritto*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 1083 ss., pp. 1084-1085, che nota come la disciplina dei contratti bancari o finanziari è contenuta anche in regolamento o atti normativi della Banca d'Italia, del CICR, del Ministero del Tesoro, della Consob; i provvedimenti dell'Isvap possono concorrere a disciplinare i contratti di assicurazione vita e danni; i provvedimenti dell'Autorità per le comunicazioni e dell'Autorità per l'energia possono introdurre regole sui contratti per l'erogazione dei servizi pubblici di pertinenza dell'una o dell'altra *Authority*.

⁽¹⁴⁴⁾ GIANNINI, in *Consob, L'istituzione e la legge penale*, cit., p. 56 ss.; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 36.

⁽¹⁴⁵⁾ L'art. 12 della predetta delibera così disponeva:

«1. Per l'ammissione, i buoni di acquisto o di sottoscrizione di titoli devono avere i seguenti requisiti:

- a) essere costituiti da documenti che possano circolare autonomamente ed essere liberamente trasferibili;
- b) idoneità ad essere oggetto di liquidazione di borsa;
- c) essere riferiti a titoli di compendio già quotati ovvero oggetto di contestuale provvedimento di ammissione;

- il **Regolamento** approvato dalla **Consob** con delibera **3 giugno 1992, n. 6243** (poi abrogata con successiva delibera Consob dell'1 luglio 1998, con l'adozione del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti), che modifica il Regolamento approvato dalla Consob con delibera 18 luglio 1989, n. 4173, relativo alle sole operazioni di vendita o di (offerta in) sottoscrizione, che prevedono specifici schemi di prospetto, diversificati in ragione della coincidenza (o meno) tra soggetto emittente i *warrants* e soggetto emittente i titoli di compendio e delle modalità (autonoma o abbinata) di emissione dei primi.
- Il Regolamento adottato con delibera 3 giugno 1992, n. 6237 (poi abrogata con successiva delibera Consob del 14 maggio 1999, n. 11971, con l'approvazione della nuova versione del regolamento emittenti), recante disposizioni rivolte ai soggetti operanti sul mercato secondario, che prendeva espressamente in considerazione i buoni d'opzione azionari nel dettare le definizioni di "titolo" e di "titolo collegato",

d) avere una sufficiente diffusione tra il pubblico all'atto dell'ammissione alla quotazione, che si presume realizzata quando all'atto del collocamento gli stessi siano ripartiti, per almeno il 25% dell'ammontare dell'emissione, tra un numero di portatori non inferiore a 200. La Commissione può peraltro ritenere sussistente il requisito della sufficiente diffusione quando il valore di mercato dei buoni posseduti dal pubblico faccia ritenere che le esigenze di regolare funzionamento del mercato possano essere soddisfatte anche con una percentuale e con un numero di portatori inferiori a quelli sopraindicati;

e) possedere caratteristiche di durata tali da assicurare alla facoltà da essi attribuita un sufficiente periodo di esistenza;

f) contenere le indicazioni necessarie per identificare l'emittente il buono e l'emittente il titolo di compendio, la proposta irrevocabile dell'emittente il buono di far acquistare o di far sottoscrivere al portatore i titoli di compendio, la specificazione del periodo e delle modalità di esercizio dei correlativi diritti nonché di tutti gli altri elementi della proposta;

g) contenere la sottoscrizione dell'emittente il buono.

2. In deroga alla previsione di cui alla lettera d), la Commissione può ammettere alla quotazione ufficiale di borsa i buoni per i quali sia prevista una immediata diffusione tra il pubblico mediante offerta pubblica in borsa».

finalizzate all'applicazione della disciplina in esso contenuta, ossia la normativa sulla correttezza e la trasparenza delle offerte di vendita o di sottoscrizione;

- il Regolamento attuativo degli artt. 6-7 della l. 17 maggio 1991, n. 157, recante norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari, adottato con delibera 14 novembre 1991, n. 5553 (poi abrogata con successiva delibera Consob dell'1 luglio 1998);
- Il **Regolamento Consob adottato con delibera n. 11522/1998 (e successive modifiche)**, concernente la **disciplina degli intermediari**, contiene importanti riferimenti ai *warrants*:
 - (a) all'art. 25, lett. h, nella formulazione integrata dalla delibera n. 12409 del 1° marzo 2000, adottando una definizione idonea a comprendere anche i *covered warrants*, definisce i *warrants* come «gli strumenti finanziari, comunque denominati, che conferiscono la facoltà di acquistare e/o di vendere, alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo di strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici (attività sottostante) ad un prezzo prestabilito ovvero, nel caso di contratti per i quali è prevista una liquidazione monetaria, di incassare una somma di denaro determinata come differenza tra il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante ed il prezzo di esercizio, ovvero come differenza tra prezzo di esercizio e prezzo di liquidazione dell'attività sottostante»;
 - (b) al terzo comma dell'art. 28, relativo alle informazioni tra gli intermediari e gli investitori, nella formulazione integrata dalla delibera n. 12409 del 1° marzo 2000 ⁽¹⁴⁶⁾, prevede l'obbligo per gli intermediari di informare prontamente e

⁽¹⁴⁶⁾ Cfr. Tribunale di Nola, 1° marzo 2005, in *Società*, 2005, n. 11, p. 1415 ss., con nota di Gioacchino Amato, *Covered warrant e nullità dei contratti aventi ad oggetto servizi di investimento*. Secondo il Tribunale «la delibera Consob n. 12409 del 1° marzo 2000 (...) più che introdurre una modifica agli artt. 28, comma 3, e 30, comma 2, lett e), Regolamento Consob, ne contiene una sorta di interpretazione autentica, nel senso di precisare che la disciplina indicata

per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in *warrant* da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni;

- (c) al secondo comma (lett. e) dell'art. 30, nella formulazione integrata dalla delibera n. 12409 del 1° marzo 2000 ⁽¹⁴⁷⁾, prevede l'obbligo che il contratto tra gli intermediari e gli investitori indichi e disciplini, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordine, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti derivati e *warrant*.
- il **Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999** (attuativo del TUF), **concernente la disciplina degli emittenti**, che, all'art. 2, lettera d) definisce i *warrants* come «*gli strumenti finanziari che conferiscono la facoltà di acquistare, alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo di azioni*» e, alla successiva lettera e), offre la definizione di *covered warants* già sopra ricordata;
 - la delibera Consob 29 novembre 2005 n. 15232, che modifica il Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento emittenti) inserendo, per ciò che interessa, l'art. 6 *bis*: detta disposizione, relativa al formato del prospetto informativo, al primo comma prevede che «per gli strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale, compresi tutti i tipi di *warrant*, emessi nel quadro di un programma di offerta, o emessi in modo continuo o ripetuto da enti creditizi, in presenza delle condizioni previste dalla disciplina comunitaria, il prospetto può consistere, a scelta

nei suddetti articoli trovasse applicazione anche con riferimento all'operatività in *warrant* (e quindi anche in *covered warrant*)».

⁽¹⁴⁷⁾ Vedi il rilievo di cui alla nota precedente.

dell'emittente o dell'offerente, in un prospetto di base contenente tutte le informazioni rilevanti concernenti l'emittente e gli strumenti finanziari offerti al pubblico».

CAPITOLO III

IL WARRANT COME CONTRATTO E COME TITOLO DI CREDITO

SOMMARIO: 1. La natura giuridica del *warrant*. – 2. La natura giuridica del diritto rappresentato dal *warrant*. – 2 (a). Il procedimento «diretto». – 2(b). Il procedimento «indiretto». – 3. Sulla natura aleatoria o meno del contratto sotteso al *warrant*. – 4. L'esercizio del diritto da parte del portatore del *warrant*

1. La natura giuridica del warrant

La dottrina appare divisa in merito alla natura giuridica del *warrant*: è discusso, in particolare, se esso possa essere qualificato come titolo di credito giacché il legislatore del 1942, pur avendo dettato una disciplina specifica per i titoli di credito (artt. 1992 ss.) ed avendo espressamente escluso l'applicabilità (quanto meno di parte) delle norme relative ai titoli di credito per i documenti di legittimazione ed i titoli impropri (art. 2002 c.c.), ha omesso di definire o anche solo di indicare quali siano gli elementi positivi per individuare i titoli di credito, i documenti di legittimazione e i titoli impropri: questa scelta, com'è naturale, fa discendere diverse possibili soluzioni al tema di cui ci si occupa a seconda delle premesse definitorie che si vogliono accogliere⁽¹⁴⁸⁾. Non essendo questa la sede opportuna per occuparsi adeguatamente di tale tematica, ci si limita ad osservare che la più recente dottrina è attestata nell'identificare la nota caratteristica della disciplina dei titoli di credito nell'incorporazione, sicché la fattispecie titolo di credito viene ravvisata nella destinazione all'incorporazione di un

⁽¹⁴⁸⁾ MARTORANO, *Titoli di credito, Titoli non dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, Milano, 2002, p. 42 ss. e p. 218 ss.

determinato documento ⁽¹⁴⁹⁾. Detta conclusione merita di essere condivisa e deve essere mantenuta ferma anche con riguardo ai titoli oggetto di dematerializzazione in atto. Oggi come nel Medioevo i mercanti esigono strumenti che rendano il più possibile semplice, sicura e veloce la circolazione della ricchezza mobiliare ⁽¹⁵⁰⁾ ma il documento cartaceo, che nel Medioevo era stato il mezzo per conseguire tale obiettivo, attualmente ne è divenuto un limite specie in relazione all'esigenza di massimizzare la rapidità della circolazione: per questo motivo si è reso necessario individuare un supporto diverso da quello cartaceo, ossia quello informatico, attraverso il quale si profila (e non si esclude) una (nuova forma di) incorporazione ⁽¹⁵¹⁾.

⁽¹⁴⁹⁾ PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, pp. 135-136, il quale afferma che «l'individuare, tra i vari documenti che la coscienza comune considera «destinati alla circolazione», i titoli di credito significa designare i documenti che la stessa coscienza comune ritiene destinati a quel particolare modo di circolazione proprio della disciplina giuridica, fin qui esaminata, dei titoli di credito; e poiché la nota caratteristica e riassuntiva di tutta questa disciplina si esprime in sostanza nel principio dell'incorporazione e possiamo concludere che la fattispecie «titolo di credito» si ravvisa nella destinazione e all'incorporazione (più precisamente: nella coscienza collettiva d'una destinazione all'incorporazione) d'un determinato documento o tipo di documento»; TEDESCHI, *Titoli di credito*, Torino, 1998, p. 3; MARTORANO, *Titoli di credito*, cit., p. 164: quest'ultimo A., peraltro, a p. 62 chiarisce come l'espressione «incorporazione» è efficace per rendere l'idea che la situazione creditoria è collegata alla situazione reale sul documento, nel senso che dalla proprietà di quest'ultimo deriva la titolarità della pretesa nei confronti del debitore; GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., II, 2, p. 306, il quale osserva come «l'“invenzione” o “trovata” dei giuristi che ha dato vita al titolo di credito (...) risiede, a volerne riassumere l'essenza, nell'aver portato alle estreme conseguenze la natura del documento quale bene mobile: il diritto menzionato sul documento è *incorporato*, come si suol dire, nel documento quale bene mobile, e questo funziona come “veicolo” del diritto in esso menzionato, il quale circola, anziché secondo le regole di circolazione che gli sono proprie, secondo quelle – le più semplici e sicure che esistano – che governano la circolazione dei beni mobili».

⁽¹⁵⁰⁾ GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., II, 2, p. 305.

⁽¹⁵¹⁾ CALLEGARI, in *Trattato di diritto commerciale diretto da Gastone Cottino, I titoli di credito*, Padova, 2006, *passim*, e, specialmente, p. 107 ss., p. 136 ss. e p. 189, ove l'A. conclude che la dematerializzazione rappresenta una possibile evoluzione dello strumento cartaceo, in sintonia con le nuove esigenze della prassi commerciale, e che essa è compatibile con il permanere dei caratteri tradizionali dei titoli di credito. Si veda, al riguardo, anche Cass., 14 giugno 2000, n. 8107, in *Giust. civ.*, 2000, I, p. 2593 ss., la quale, pur ammettendo che con il nuovo regime di dematerializzazione viene superata la fisicità del titolo (al limite dell'eliminazione di qualsiasi tipo di supporto cartaceo), stabilisce che la dematerializzazione non elimina anche la necessità dell'individuazione a norma dell'art. 1378 c.c., attraverso

Secondo una prima teoria i *warrants* sarebbero titoli di credito atipici ⁽¹⁵²⁾, i quali da tempo vengono considerati ammissibili mediante un ragionamento *a contrariis* basato sull'art. 2004 c.c. ⁽¹⁵³⁾, che sancisce il divieto di emettere titoli di credito atipici

meccanismi sia pure alternativi di scritturazione, del titolo stesso come bene immateriale, configurandosi questi altrimenti come un semplice credito e non come un titolo di credito.

⁽¹⁵²⁾ CHIOMENTI, *I titoli minori collegati alle azioni e alle obbligazioni: cedole, buoni di opzione e altri*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, I, p. 223 ss.; BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, cit., p. 284; PIERALLINI, *Libertà di creazione di titoli atipici, cedole azionarie e buoni di opzione*, in *Giust. civ.*, 1985, II, p. 203 ss., la quale a p. 209 afferma di condividere l'opinione di Chiomenti secondo la quale i buoni di opzione sono sempre titoli di credito; STELLA RICHTER JR., *Cedole di azioni di società e circolazione del diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 1990, II, p. 436 ss., specie pp. 441 e 442; AMBROSINI, *Titoli obbligazionari di "tipo speciale"*, cit., p. 333; RUSSO, *Il warrant*, cit., pp. 883-884 ss.; MARCHETTI, *Documenti in materia di warrants*, cit., p. 203 ss., il quale considera il *warrant* come un «valore mobiliare» in un certo senso «di passaggio» tra il titolo c.d. tipico e quello atipico». Si esprime genericamente nel senso che «*i warrants azionari, rientrando nella categoria dei buoni d'opzione, presentano natura di titoli di credito al portatore*» anche Trib. Torino, 21 giugno 1994, cit.

⁽¹⁵³⁾ L'art. 2004 c.c., intitolato «Limitazione della libertà di emissione» ed inserito nel codice civile al capo II («Dei titoli al portatore») del titolo V («Dei titoli di credito») del codice, prevede che «il titolo di credito contenente l'obbligazione di pagare una somma di danaro non può essere emesso al portatore se non nei casi stabiliti dalla legge» e risponde all'esigenza di proibire l'emissione di strumenti che consentano a soggetti diversi dallo Stato la creazione di carta moneta: cfr., tra gli altri, MARTORANO, *Titoli di credito*, cit., p. 19 ss., ove ampi riferimenti, il quale riconduce la libertà di creazione di titoli di credito atipici al principio dell'autonomia contrattuale di cui all'art. 1322 c.c., applicabile anche agli atti unilaterali tra vivi aventi contenuto patrimoniale giusta il disposto dell'art. 1324 c.c.; nello stesso senso SPATAZZA, in *Trattato di diritto commerciale*, cit., p. 216 nonché, in giurisprudenza, con specifico riguardo ai titoli di credito incorporanti il diritto di opzione, Trib. Milano, 7 febbraio 1983, in *Foro it.* 1984, I, c. 1393 ss., con nota di SARTI, da segnalare anche per la ricca bibliografia sull'ammissibilità dei titoli di credito atipici e gli ulteriori richiami giurisprudenziali. Si v., tuttavia, in senso difforme, GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit. II, 2, p. 271 ss., il quale, pur confermando la libertà di emissione e, quindi, di creazione, dei titoli di credito atipici con atto di autonomia privata (p. 323), chiarisce che il nostro ordinamento è rigorosamente retto dal principio di causalità e che pertanto l'art. 1987 c.c. non può essere letto come norma che ammette eccezionalmente, nei casi previsti dalla legge, che promesse unilaterali astratte producano effetti obbligatori ma deve piuttosto essere inteso come norma che circoscrive ai casi tipici, espressamente previsti dalla legge, la validità di promesse unilaterali, siano emesse promesse causali, come la promessa al pubblico o l'atto di oblazione, oppure promesse solo processualmente astratte, come la promessa di pagamento di cui all'art. 1988 c.c. L'A. precisa altresì che la promessa è attributiva, nei confronti del promissario, di un diritto di credito suscettibile di una propria circolazione e che sulla circolazione del credito *ex promissa* si basa la teoria del titolo di credito (e del titolo cambiario in particolare): la dichiarazione cartolare altro

al portatore incorporanti l'obbligazione di pagare una somma di denaro: al di fuori dei limiti posti da detta norma, infatti, i privati in linea generale sono ammessi a creare liberamente titoli atipici. Detto principio, com'è noto, ha trovato conferma negli articoli 11 e 12 della l. 23 marzo 1983, n. 77, sui fondi comuni di investimento mobiliare, ove viene espressamente menzionata l'offerta e la negoziazione di valori mobiliari diversi da quelli disciplinati da specifiche disposizioni di legge ⁽¹⁵⁴⁾. Anche i sostenitori di questa teoria, in ogni caso, ritengono che perché si possa qualificare il *warrant* come titolo di credito sia necessaria una deliberazione assembleare della società emittente con la quale quest'ultima assuma l'obbligazione che si impegna ad adempiere, dichiarando che l'obbligazione potrà essere eseguita solo previa presentazione del documento da parte del portatore e dichiarando di destinare il documento alla circolazione del diritto di opzione in esso incorporato.

Secondo altri, invece, i *warrants* non possono essere considerati titoli di credito in quanto non sarebbero in essi riscontrabili requisiti tipici dei titoli di credito quali - secondo detta dottrina - l'astrattezza ⁽¹⁵⁵⁾ e l'autonomia: il *warrant* infatti non sarebbe «portatore di un diritto autonomo per ogni successivo possessore del titolo rispetto alla

non è se non promessa unilaterale di pagamento nel senso dell'art. 1988 c.c.; e l'eccezione di mancanza del rapporto fondamentale è dal debitore cartolare opponibile al suo diretto promissario, quale eccezione a lui personale ex art. 1993 c.c. Egli non potrà opporla ai successivi portatori del titolo ma per la semplice ragione che il titolo di credito circola secondo la legge di circolazione delle cose mobili; onde gli aventi causa del promissario, avendo acquistato a titolo originario la proprietà del titolo (art. 1994 c.c.) hanno a titolo originario acquistato la titolarità del credito, sottraendosi così alle eccezioni opponibili all'originario promissario. È evidente che, allorquando, attraverso il titolo di credito, circola non già un semplice diritto di credito bensì un vero e proprio contratto, come accade appunto nel caso dei *warrants*, la libertà di creazione dei titoli di credito dovrà essere coordinata con le norme in tema di validità del contratto in esso incorporato, sicché, tra le altre cose, potranno essere creati titoli di credito che consentano la circolazione di nuovi atipici contratti solo se questi ultimi appariranno meritevoli di tutela ai sensi del secondo comma dell'art. 1322, secondo comma, del codice civile.

⁽¹⁵⁴⁾ SARTI, nota a Trib. Milano, 7 febbraio 1983, in *Foro it.* 1984, I, c. 1393 ss.; FENGHI, *Emissione di valori mobiliari e diritto all'informazione*, in *Riv. società*, 1983, p. 490.

⁽¹⁵⁵⁾ È evidente, tuttavia, che la dottrina in questione non considera i titoli causali.

posizione giuridica dei portatori precedenti», come invece si richiede per la qualificazione di un documento quale titolo di credito ⁽¹⁵⁶⁾ e la girata «non svincolerebbe il giratario dalla posizione del girante, che è e rimane titolare dell'opzione e che sostituisce a sé un terzo nei rapporti derivanti dal contratto con prestazioni corrispettive» ⁽¹⁵⁷⁾. Secondo questa impostazione, pertanto, il *warrant* sarebbe riconducibile ai titoli impropri ⁽¹⁵⁸⁾, che, secondo la nota definizione di Asquini, sono quei «documenti di certi rapporti giuridici destinati a una circolazione più o meno ristretta, che non sottraggono il trasferimento del diritto documentato alle regole della cessione (trasferimento derivativo), ma limitano la loro funzione a semplificare le forme della cessione soprattutto con la soppressione dell'onere della notifica al debitore, legittimando come creditore nei confronti del debitore il possessore del titolo nelle forme stabilite dalla legge» ⁽¹⁵⁹⁾.

È oramai definitivamente superata, invece, la teoria che, esclusa la natura di titolo di credito per i motivi condivisi dall'ultima delle dottrine richiamate, qualificava il *warrant* come una proposta irrevocabile in forza della quale la società emittente sarebbe vincolata nei confronti del portatore del documento ai sensi dell'art. 1329 c.c. ⁽¹⁶⁰⁾, con la conseguenza che esso non potrebbe essere oggetto di trasferimento e che la controproposta dell'oblato equivarrebbe a rifiuto ⁽¹⁶¹⁾. Questa ipotesi, che pure valorizza il carattere unilaterale della concessione da parte dell'emittente e la puntuale predisposizione in maniera ferma delle condizioni dell'offerta del proponente, si scontra

⁽¹⁵⁶⁾ La definizione del principio di autonomia riportata nel testo è di ASQUINI, *Titoli di credito*, Padova, 1966, p. 49 ss.

⁽¹⁵⁷⁾ COLLA, *I buoni d'opzione o warrants*, cit., p. 65.

⁽¹⁵⁸⁾ COLLA, *I buoni d'opzione o warrants*, cit., 66.

⁽¹⁵⁹⁾ ASQUINI, *Titoli di credito*, cit., p. 50.

⁽¹⁶⁰⁾ AMBROSINI, *Titoli obbligazionari di "tipo speciale"*, cit., p. 333; COLLA, *I buoni d'opzione o warrants*, cit., p. 65.

⁽¹⁶¹⁾ Sulla distinzione tra opzione e proposta irrevocabile si veda GORLA, *Note sulla distinzione tra opzione e proposta irrevocabile*, in *Riv. dir. civ.*, 1962, p. 213 ss., specie p. 219 ss.

con l'insuperabile ostacolo costituito dal fatto che essa implica, come corollario, la negazione della possibilità di trasferire il *warrant*, essendo la proposta irrevocabile un atto recettizio non trasferibile ⁽¹⁶²⁾, laddove invece il *warrant* nella prassi è sempre stato considerato liberamente cedibile.

Merita invece di essere condivisa l'opinione secondo la quale non è possibile affermare in maniera aprioristica ed astratta se i *warrants* siano o meno titoli di credito in quanto la correttezza della risposta dipende dall'analisi delle singole emissioni: i *warrants*, infatti, possono essere considerati titoli di credito solo quando dal regolamento di emissione e dal contenuto letterale del documento emerga la volontà delle parti di riconoscere ad essi tale natura in relazione agli effetti della circolazione e all'esercizio del diritto incorporato nel documento: diversamente, quando «dal regolamento di emissione risulti la contraria volontà di limitare gli effetti della circolazione dei *warrants* a quelli della cessione del contratto», i *warrants* dovranno essere qualificati «come semplici titoli impropri, circolanti secondo le forme dei titoli di credito, ma con i limitati effetti» della cessione del contratto ⁽¹⁶³⁾, con la conseguenza che saranno opponibili al portatore dei *warrants* tutte le eccezioni opponibili al precedente portatore del titolo ⁽¹⁶⁴⁾.

Il *warrant* può ben essere considerato titolo di credito, pertanto, quando vi è una deliberazione della società emittente nella quale essa dichiara che l'esecuzione degli obblighi assunti con il contratto sotteso *al warrant* è collegata alla presentazione del documento e che la circolazione del diritto di opzione avviene mediante la circolazione

⁽¹⁶²⁾ MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 15.

⁽¹⁶³⁾ RIGHINI, *Warrant*, cit., p. 488; EAD., *Cedole azionarie rappresentative del diritto di opzione: funzione e natura giuridica*, in *Giur. comm.*, 1990, II, p. 415 ss.; nello stesso senso già COLTRO CAMPI, *Ci sono cedole e cedole*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1983, p. 447 ss., specie p. 450, il quale afferma che, al fine di determinare se ad una cedola azionaria sia attribuibile o meno la natura di titolo di credito, «occorre considerare le delibere societarie, in forza delle quali ne è disposta l'utilizzazione in ogni singolo caso».

⁽¹⁶⁴⁾ MARTORANO, *Titoli di credito*, cit., p. 232.

del titolo. Se, invece, per assurdo, il *warrant* dovesse addirittura essere qualificato come incredibile, si dovrebbe negare ad esso la qualificazione di titolo di credito (ma anche di titolo improprio) quale effetto naturale della sola incorporazione del diritto nella cedola ed esso più che un titolo di credito dovrebbe essere considerato un documento avente una funzione minore, di legittimazione all'esercizio di un diritto che circola secondo le regole sulla cessione del contratto previste dall'art. 1406 c.c. ⁽¹⁶⁵⁾.

⁽¹⁶⁵⁾ MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 16, il quale compie anche un'approfondita disamina delle varie teorie, qualifica il rapporto sottostante il *warrant* come contratto di opzione atipico ed osserva che «qualora tutti gli elementi del contratto di opzione risultino contenuti in un documento dove sia inserita la clausola "all'ordine" o una clausola equivalente, il diritto si trasferisce mediante girata che produce la sostituzione del giratario nella posizione del girante, il quale sarà legittimato ad esercitare il diritto d'opzione (art. 1407, secondo comma, del codice civile). Il preventivo assenso alla cessione da parte del soggetto ceduto al cedente determinerà il venir meno del limite previsto dall'art. 1408 primo comma del codice civile»: quest'ultima disposizione, infatti, prevede che «... il contraente ceduto, se ha dichiarato di non liberare il cedente, può agire contro di lui qualora il cessionario non adempia le obbligazioni assunte»; conf. ROMAGNOLI, *Warrants e diritto di opzione. Note minime*, nota a commento di App. Venezia, 26 marzo 1992, in *Dir. fall.*, 1993, II, p. 849 ss., specie p. 852, che specifica che sarà questione di fatto valutare se un determinato certificato di sottoscrizione abbia valore cartolare e che l'assenza di un documento qualificato «imporrà al socio alienante, successivamente alla conclusione del negozio, un obbligo di comportamento. Se e quando ne sarà richiesto dal terzo acquirente, si dovrà recare presso le casse sociali per sottoscrivere le nuove partecipazioni in nome e per conto del proprio avente causa, posto che originando la pretesa del possesso dei documenti nominativi, solamente colui che risulti legittimato sia dal titolo che dal registro dell'emittente potrà esigerne l'adempimento»; anche GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., 43, e già ID., *Profili di disciplina cartolare del warrant azionario: il problema dello smarrimento o sottrazione del documento*, in *Banca, borsa titoli di credito*, 1995, p. 228, afferma che il *warrant* è un documento comprovante la concessione di un'opzione azionaria e che non avrebbe senso prospettare in astratto se i *warrants* siano o non titoli di credito, dal momento che la soluzione è destinata a scaturire dall'esame delle caratteristiche e del contenuto del tipo di documento, concretamente predisposto dal concedente nell'esercizio del suo potere di autonomia. Comunque non dovrebbe dubitarsi dell'applicabilità ai *warrants* del segmento di disciplina cartolare confacente alla loro specifica qualificazione in tutte le ipotesi - invero preponderanti nell'esperienza italiana - in cui l'emittente sancisce espressamente la trasferibilità del "buono" o "certificato", secondo le norme proprie dei titoli al portatore. Si veda sul punto, nel senso indicato nel testo, anche il Trib. Ivrea, 1 settembre 2005, da me commentata in *Contratto e impresa*, 2007, in corso di pubblicazione, il quale, al fine di determinare la natura giuridica del *warrant* in esame, ha esaminato il Regolamento di emissione dei *warrants* medesimi che prevedeva che «i *warrant* circoleranno separatamente dalle Azioni a cui vengono abbinati a partire dalla data di emissione delle stesse e

Deve peraltro osservarsi che, affinché la società possa considerarsi vincolata nei confronti dei portatori dei *warrants* ad eseguire, a fronte della presentazione del documento, gli obblighi assunti con il contratto sotteso al *warrant* e a riconoscere che la circolazione del diritto di opzione avvenga mediante la circolazione del titolo, è necessario che la relativa delibera adottata dalla società emittente venga resa nota all'esterno della società con forme di pubblicità adeguate allo scopo. Nella pratica ciò avviene in primo luogo mediante la iscrizione nel registro delle imprese della delibera di aumento di capitale «a servizio dei *warrants*», posto che l'iscrizione si rivela necessaria giusta il disposto dall'art. 2436, comma 2°, del codice civile, trattandosi di delibera modificativa dello statuto (in particolare nella parte relativa al capitale sociale). In tutti i casi in cui l'emissione dei *warrants* sia qualificabile come sollecitazione all'investimento, inoltre, si dovrà procedere alla pubblicazione del prospetto informativo secondo le modalità di pubblicazione previste dall'art. 8 del Regolamento Consob in tema di emittenti e con il contenuto previsto dal Regolamento CE n. 809/2004. È possibile, infine, che alla delibera ed al regolamento dell'emittente venga data ulteriore pubblicità dall'emittente mediante la pubblicazione della stessa su quotidiani o sul sito dell'emittente. L'esteriorizzazione della delibera (e del regolamento dell'emittente) si configura come una vera e propria proposta contrattuale, *sub specie* di offerta al pubblico, a concludere il contratto (la cui natura sarà oggetto di indagine nel successivo paragrafo) sotteso ai *warrants* medesimi.

Qualora sussistano i presupposti per considerarlo come titolo di credito, il *warrant*, in ogni caso, dovrà essere ricondotto alla categoria dei titoli causali giacché in esso si fa sempre menzione del rapporto che ha determinato l'emissione del titolo ed il

saranno liberamente trasferibili»: essendo il titolo in questione dematerializzato, infatti, l'accertamento doveva essere effettuato sul regolamento d'emissione.

debitore può sempre opporre la mancanza del rapporto che ha dato luogo all'emissione del titolo, oltre che al primo prenditore, a tutti i successivi possessori ⁽¹⁶⁶⁾.

2. La natura giuridica del diritto rappresentato dal warrant

Con l'acquisto del *warrant* l'investitore accetta, come si è appena visto, la proposta contenuta nella delibera di emissione della società emittente e, conseguentemente, stipula con quest'ultima un contratto al quale nella maggior parte dei casi può essere riconosciuta la natura di patto di opzione, soggetto alla disciplina di cui all'art. 1331 c.c. ⁽¹⁶⁷⁾. Il *warrant*, pertanto, viene considerato un documento rappresentativo dei diritti e dei doveri che incombono sulle parti in virtù del sottostante patto di opzione. Detta ricostruzione vale, appunto, nella maggior parte delle emissioni, ferma restando la necessaria precisazione che non tutte le tipologie di emissioni si prestano ad essere ricondotte a tale schema.

⁽¹⁶⁶⁾ Cfr. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., II, 2, p. 331, il quale osserva che se viene dichiarata nulla o viene annullata la delibera di aumento di capitale, i possessori delle azioni di nuova emissione, che le abbiano acquistate dai sottoscrittori dell'aumento di capitale, non potranno certo pretendere di essere considerati soci e di esercitare i diritti sociali ed afferma che la mancanza della letteralità nei titoli causali implica che il debitore può opporre a tutti i successivi possessori, oltre che le eccezioni basate sul contenuto letterale del titolo, anche quelle basate sul contratto sottostante all'emissione del titolo stesso. È evidente, peraltro, che quest'ultima opinione contrasta con quanti ritengono invece che in tutti i titoli di credito debba sussistere il requisito della letteralità, distinguendo tra letteralità indiretta, che ricorrerebbe quando tutti gli elementi atti ad individuare la pretesa cartolare sono, di fatto o per disposizione di legge, contenuti nella lettera del documento e letteralità indiretta, che si avrebbe allorquando il contesto del titolo, pur non essendo esauriente, contiene il rinvio a fonti di cognizione extracartolari, dalle quali può desumersi il contenuto del diritto e le cui enunciazioni devono, pertanto, considerarsi ad ogni effetto recepite nel titolo stesso (MARTORANO, *Titoli di credito*, cit., p. 74, ove ulteriori riferimenti alla nota 59).

⁽¹⁶⁷⁾ MARCHETTI, *Documenti in materia di warrants*, cit., p. 204; ID., *Aumenti di capitale ed esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, cit., p. 224; COLLA, *I buoni d'opzione o warrants*, cit., p. 64; RUSSO, *Il warrant*, cit., p. 883 ss.

I titoli che vengono asserviti, in virtù di un impegno irrevocabile di emissione, vendita o conversione, all'esercizio (futuro ed eventuale) delle opzioni rappresentate dai *warrants* vengono definiti «titoli di compendio» ⁽¹⁶⁸⁾ e al momento del rilascio dei *warrants* possono già esistere o meno, essendosi in tale ultimo caso l'emittente riservato di emettere o di acquistare i titoli di compendio solo successivamente all'esercizio del diritto di opzione e nei limiti in cui detto diritto sia stato utilizzato.

Il *warrant* può riconoscere al portatore il diritto all'acquisto di titoli sia della società emittente (c.d. procedimento «*diretto*») sia di una diversa società (c.d. procedimento «*indiretto*»). Esso, inoltre, può consentire al portatore l'acquisto di titoli già emessi o la sottoscrizione di azioni future. Appare pertanto opportuno, ai fini della presente indagine, esaminare separatamente queste diverse possibilità.

* * *

2 (a). Il procedimento «*diretto*»

Qualora il *warrant* riconosca il diritto all'acquisto di azioni della stessa società che emette i *warrants*, si deve distinguere l'ipotesi in cui l'emittente abbia provveduto ad adottare la delibera di aumento del capitale sociale «a servizio dei *warrants*» anteriormente o contestualmente all'emissione dei *warrants* da quella in cui detto aumento di capitale sia stato rimandato ad un momento successivo.

i. Se l'aumento di capitale a servizio dei *warrants* è già stato deliberato o viene deliberato contestualmente all'emissione dei *warrants*, acquistando il *warrant* l'investitore stipula con l'emittente un **patto di opzione**: ad una situazione di soggezione da parte dell'emittente corrisponderà per il titolare del *warrant* un diritto potestativo alla conclusione di un contratto di sottoscrizione e l'esercizio di questo diritto determinerà il perfezionamento del suddetto contratto di sottoscrizione delle

⁽¹⁶⁸⁾ GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 6.

azioni di compendio (¹⁶⁹): le operazioni materiali relative all'emissione dei titoli di compendio rappresenteranno pertanto una semplice attività esecutiva, atto dovuto da parte degli amministratori della società emittente e, in caso di inadempimento, il possessore dei *warrants* potrà agire chiedendo il materiale adempimento del rilascio dei certificati rappresentativi dei titoli di compendio (¹⁷⁰).

ii. È discusso se l'emittente possa rimandare la delibera dell'aumento di capitale riservato all'esercizio dei *warrants* ad un momento successivo all'emissione di questi ultimi. La risposta a tale quesito è articolata e può, in astratto, mutare a seconda che si abbia riguardo alle obbligazioni con *warrants* o ai *warrants* autonomi e, ancora, a seconda che si abbia riguardo a *warrants* quotati o meno; sotto il profilo del (diverso) giudizio di opportunità, invece, si può affermare che la contestualità dell'aumento di capitale a servizio dei *warrants* si presenta indubbiamente come la soluzione preferibile in quanto esclude in radice l'esposizione della società a possibili richieste risarcitorie qualora quest'ultima, successivamente all'emissione dei *warrants*, per qualsiasi motivo (ad esempio a seguito di una intervenuta modifica delle maggioranze assembleari) non proceda all'emissione dei titoli.

Ai fini dell'individuazione di una soluzione al quesito relativo alla legittimità di un'emissione di *warrants* in epoca anteriore alla delibera di aumento di capitale a servizio degli stessi è utile ricordare che il problema è stato discusso anche in relazione alle obbligazioni convertibili prima che queste trovassero espresso riconoscimento normativo con la legge 7 giugno 1974, n. 216 (la c.d. «miniriforma» o «riforma stralcio» delle società per azioni), con la quale è stato inserito l'art. 2420 *bis* c.c. (rimasto sostanzialmente immutato anche a seguito del d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6)

(¹⁶⁹) MARCHETTI, *Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, cit., p. 224.

(¹⁷⁰) RIGHINI, *Warrant*, cit., p. 486.

(¹⁷¹), che prevede che, in caso di emissione di obbligazioni convertibili in azioni, l'assemblea straordinaria deve «contestualmente» deliberare un aumento del capitale sociale a servizio per un ammontare corrispondente al valore nominale delle azioni da attribuire in conversione.

Deve in primo luogo osservarsi che l'art. 2420 *bis* c.c. viene ritenuto vincolante anche per le obbligazioni con *warrants* di sottoscrizione (¹⁷²) in considerazione della oggettiva somiglianza di questa ipotesi con quella delle obbligazioni convertibili e dell'esigenza di evitare che l'emissione di *warrants* possa costituire un agevole espediente per aggirare la norma in questione (¹⁷³): sembra condivisibile, pertanto, l'opinione secondo la quale qualora i *warrants* vengano abbinati a delle obbligazioni la

(¹⁷¹) La formulazione dell'art. 2420 *bis* successiva alla riforma del 2003 prevede che, in caso di emissione di obbligazioni convertibili in azioni, l'assemblea straordinaria ha l'obbligo di deliberare «contestualmente» un «aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione».

(¹⁷²) CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni, tomo IV, Delle obbligazioni (art. 2410-2420 ter)*, cit., p. 336, la quale richiama per tale conclusione CAMPOBASSO, *Le obbligazioni con warrants*, cit., p. 483 ss. e DE CASTELLO, *Il procedimento indiretto nell'emissione delle obbligazioni*, cit., p. 386 ss.; GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 49 ss., il quale ritiene che l'art. 2420 *bis* sia stato posto a tutela dei sottoscrittori di obbligazioni convertibili in quanto obbligazionisti (cioè conferenti alla società di capitali di credito) più che come azionisti potenziali (cioè portatori di un interesse contrattuale all'acquisizione delle nuove partecipazioni azionarie), sicché si applicherebbe alle obbligazioni con *warrants* o, al più, all'emissione onerosa di *warrants* autonomi ma non nei casi di assegnazione gratuita di *warrants* autonomi o di emissione soltanto implicitamente onerosa di *warrants* abbinati ad azioni, casi nei quali l'interesse dei titolari dei diritti di sottoscrizione dovrebbe considerarsi sufficientemente tutelato dall'impegno della società ad aumentare successivamente il capitale sociale, nella misura necessaria a soddisfare le richieste dei sottoscrittori. Lo stesso A., tuttavia, giunge alla conclusione che, per altre ragioni meglio precisate nel testo, la delibera di aumento di capitale non possa che essere contestuale all'emissione dei *warrants*. Per l'applicazione analogica dell'art. 2420 *bis* anche alle obbligazioni con *warrants* anche BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, cit., p. 261 ss.; CAMPOBASSO, *Le obbligazioni con warrants*, cit., p. 483 il quale afferma che la delibera di emissione del prestito obbligazionario è accompagnata da una contestuale delibera di aumento del capitale sociale a servizio delle opzioni, con correlativa esclusione del diritto di opzione degli azionisti attuali e degli eventuali titolari di obbligazioni convertibili.

(¹⁷³) GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 52-53.

delibera di aumento di capitale a servizio dei *warrants* non possa essere rimandata ad un momento successivo.

Il ragionamento svolto per le obbligazioni con *warrants* non sembra invece automaticamente applicabile ai *warrants* autonomi se si condivide l'assunto che l'art. 2420 *bis* appare diretto a tutelare specificamente gli interessi degli obbligazionisti come creditori della società piuttosto che come soci potenziali, quali invece sono i portatori dei *warrants* autonomi ⁽¹⁷⁴⁾. Così, in dottrina, anche chi ritiene, per i motivi di cui si dirà nel paragrafo successivo, che la delibera di aumento di capitale debba necessariamente essere contestuale alla emissione dei *warrants*, riconosce che le disposizioni in tema di aumento di capitale, quanto meno sotto l'aspetto della pura dinamica procedimentale, non pongano ostacoli insormontabili alla concessione di diritti negoziali di sottoscrizione su azioni di futura emissione ⁽¹⁷⁵⁾, onde la società potrebbe emettere le azioni nella quantità che risulterà necessaria a seguito dell'esercizio dei *warrants* da parte dei titolari.

Riprendendo alcune argomentazioni utilizzate in tema di obbligazioni convertibili anteriormente alla miniriforma del 1974 ⁽¹⁷⁶⁾, si è osservato che la necessità che la delibera di aumento di capitale a servizio dei *warrants* avvenga contestualmente

⁽¹⁷⁴⁾ IDEM, *ibidem*.

⁽¹⁷⁵⁾ IDEM, *ibidem*.

⁽¹⁷⁶⁾ VISENTINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Rass. ass. banc. it.*, 1947, p. 337 ss., specie p. 347-348; GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963, p. 421; FRÈ-CAVALLO BORGIA, *Società per azioni, tomo II, Delle obbligazioni*, in *Comm. Scialoja-Branca, sub artt. 2410-2420-ter*, Bologna-Roma, 2000 e già FRÈ, *Società per azioni*, in *Comm. Scialoja-Branca, sub artt. 2410-2420*, Bologna-Roma, 1972, p. 566; FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1962, p. 496, n. 3; DE MARCHI, *Su taluni problemi in tema di obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1952, I, p. 216-218; ID., *In tema di impegno a consentire la conversione in azioni di obbligazioni di società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1955, II, p. 518 ss., il quale ritiene che l'impegno a deliberare un futuro aumento di capitale violi il principio maggioritario sul quale si basa la valida formazione della volontà assembleare e comprende implicitamente l'impegno ad escludere il diritto di opzione degli azionisti, concludendo che, poiché detto impegno costituisce violazione delle norme inderogabili che regolano la valida formazione della volontà assembleare, le clausole contrattuali con esse contrastanti dovrebbero ritenersi nulle, e con esse, in quanto essenziali, l'intero contratto.

all'emissione di questi ultimi si imporrebbe perché la nostra disciplina societaria è improntata ad un rigido garantismo della posizione dei soci e l'assemblea, per riservare a soggetti diversi dai soci e dai titolari di obbligazioni convertibili l'offerta dei buoni di sottoscrizione che delibera di emettere, deve contestualmente adottare una formale decisione di esclusione dell'opzione legale sulle azioni di compendio ai sensi dei commi 4, 5 o 8 dell'art. 2441 c.c., ciò che renderebbe impossibile rinviare la deliberazione dell'aumento di capitale a servizio ad un momento successivo a quello in cui si ha l'emissione dei *warrants* e, con essa, si pone la premessa dell'esclusione del diritto di opzione dei soci sulle azioni sottoscrivibili in esercizio dei medesimi ⁽¹⁷⁷⁾. Se si accolgono le argomentazioni sopra esposte, pertanto, l'emissione di *warrants* senza una contestuale delibera di aumento di capitale «a servizio» resta meramente teorica.

L'esigenza di interrogarsi in ordine all'inquadramento giuridico dell'ipotesi di emissioni di *warrants* che rimandano ad un momento successivo la delibera del relativo aumento di capitale, tuttavia, nasce dal dato empirico che esse, sia pure sporadicamente, si sono verificate nella prassi ⁽¹⁷⁸⁾ e dal fatto che gli argomenti fin qui adottati in senso contrario a emissioni di tale natura non paiono decisivi: l'esclusione del diritto legale di opzione adottata in assenza di uno specifico aumento di capitale – ipotesi vietata dall'art. 2441 c.c. – non può infatti essere confusa con l'assunzione nei confronti dei terzi di un impegno ad offrire azioni di futura emissione ⁽¹⁷⁹⁾. L'impegno nei confronti

⁽¹⁷⁷⁾ GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 49 ss., specie pp. 54-57, il quale ripropone sostanzialmente le argomentazioni utilizzate dalla dottrina citata alla nota precedente ed osserva che il fenomeno è privo di significativa diffusione nell'esperienza italiana.

⁽¹⁷⁸⁾ Lo stesso Guerrera (in *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 49, nota 22 cita il caso esaminato dalla CONSOB ai fini dell'applicazione della normativa di cui all'art. 1/18, l. 216/74, la Comunicazione n. Soc/Rm/9004510 del 31 luglio 1990, in *Riv. soc.*, 1990, p. 1056, nel quale la delibera di aumento di capitale era prevista per un'epoca successiva a quella dell'emissione dei *warrants*).

⁽¹⁷⁹⁾ Dà atto di questo DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993, p. 39 ss.; così già DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1957, I, p. 524 ss., il quale affermava (p. 525) che «sulla inidoneità

dei terzi non implica affatto, di per sé, una violazione del disposto dell'art. 2441 c.c. ed è compatibile con il pieno riconoscimento del diritto di opzione dei soci ⁽¹⁸⁰⁾. Qualora infatti la società abbia emesso dei *warrants* senza deliberare contestualmente un aumento di capitale e senza escludere il diritto di opzione a favore dei soci, questi ultimi saranno ammessi ad esercitare il loro diritto di opzione, che ha efficacia reale e che è destinato a prevalere sul diritto di opzione spettante ai portatori di *warrant*, che ha, invece, efficacia meramente obbligatoria. Una simile condotta da parte dei soci, piuttosto, esporrebbe la società al risarcimento dei danni eventualmente richiesti dai portatori dei *warrants* i cui diritti siano stati frustrati dall'esercizio del diritto di opzione da parte dei soci.

In questa ipotesi il contratto che dà luogo all'emissione dei *warrants* può essere qualificato non già come patto di opzione bensì come **contratto preliminare** a contenuto meramente obbligatorio, con obbligo unilaterale della società, a seguito

dell'impegno assunto dalla società verso l'obbligazionista ad impedire l'esercizio del diritto di opzione degli azionisti non precluso dalla deliberazione di aumento, mi sembra non debbano esservi dubbi» ed osservava che l'offerta della società agli obbligazionisti ha efficacia meramente obbligatoria di impegno della società di dar luogo alla conversione: l'obbligazione pertanto sarebbe perfettamente lecita ed ammissibile e potrebbe essere adempiuta ove sopravvenga una rinuncia o una esclusione o un mancato esercizio del suddetto diritto degli azionisti. «Vi sarà di particolare l'assunzione, da parte della società, della suddetta alea, che porrà gli azionisti nell'imbarazzo se convenga rinunciare all'opzione (o escluderla o non esercitarla), oppure andare incontro alla responsabilità della società per inadempimento dell'assunto obbligo: ma quest'alea e quest'imbarazzo non escludono che gli azionisti possano egualmente esercitare l'opzione, sia pur esponendo la società ad una responsabilità per danni. E tanto basta per ritenere salva la *ratio* dell'art. 2441» ; PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciali della S.O.F.I.S.*, in *Riv. soc.*, 1963, p. 909 SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1971, p. 116 ss.

⁽¹⁸⁰⁾ DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 40; DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, cit., I, p. 524 ss. Nel senso della ammissibilità di emissioni di obbligazioni convertibili senza che fosse necessario deliberare contestualmente l'aumento di capitale a servizio delle medesime, anteriormente alla riforma del 1974, anche App. Firenze, decreto 27 luglio 1955, in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, p. 442 ss., con nota di IANNUZZI, *In tema di aumento di capitale a favore degli obbligazionisti*; in *Banca, borsa tit. cred.*, 1955, II, p. 518 ss., con nota di DE MARCHI, *In tema di impegno a consentire la conversione in azioni di obbligazioni di società*, cit.; in *Nuova riv. dir. comm.*, 1955, II, p. 93 ss. con nota di MOSSA; in *Foro it.*, 1956, I, c. 399 ss., con nota di SCIALOJA.

dell'esercizio del diritto ivi incorporato, di approvare la deliberazione in modo da permettere il perfezionamento della fattispecie ⁽¹⁸¹⁾. In virtù di un simile inquadramento ci si è chiesto, peraltro, se, una volta ammessa l'emissione di *warrants* in assenza di una contestuale delibera di aumento di capitale, il portatore del *warrant* possa agire per

⁽¹⁸¹⁾ RIGHINI, *Warrant*, cit., p. 486. Nella dottrina anteriore alla «miniriforma» del 1974 si veda, in relazione alle obbligazioni convertibili, CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, p. 46 ss.; DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1957, I, p. 506 ss., specie pp. 540-542; PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciale della SO.F.I.S.*, in *Riv. soc.*, 1963, p. 888 ss., specie p. 907 ss.; SANTANGELO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1968, I, p. 271 ss., il quale riteneva che nell'ipotesi in cui la società si fosse obbligata a creare delle azioni non ancora esistenti, nella clausola di emissione delle obbligazioni convertibili si aveva un contratto preliminare di partecipazione ad una società o un contratto di opzione, in base ai concreti atteggiamenti dell'operazione; SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 90 ss.; DE MARCHI, *Su taluni problemi in tema di obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 203 ss. specie p. 208 ss. e p. 218 ss.; *contra* COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, p. 42 ss., il quale ritiene che la facoltà di conversione concessa all'obbligazionista abbia sempre origine da un contratto di opzione, anche quando la delibera di aumento di capitale avvenga in un momento successivo all'emissione delle obbligazioni ed osserva (p. 54) che «la legge prende più volte in considerazione ipotesi di contratto di cosa futura e non si vede con quali argomenti possa negarsi che un patto d'opzione sia idoneo a preparare la conclusione, ad esempio, di una compravendita di frutti pendenti: lo stesso ovviamente accade quando si tratti di un contratto ad effetti reali avente per oggetto una determinata quantità di cose generiche, come sono appunto i titoli azionari. Di conseguenza non v'è proprio alcuna ragione di dubitare della validità del patto d'opzione anche quando il bene di cui si tratta non si trovi *ab initio* nella disponibilità del promittente»; secondo Colussi, inoltre, (p. 57) indipendentemente dal momento della delibera di aumento di capitale, «con l'esercizio del diritto di conversione non passa la proprietà delle azioni, ma sorge solo un diritto verso la società ad ottenerle; con l'esercizio dell'opzione (*rectius*: del diritto potestativo che sorge dal patto d'opzione) non si diventa proprietari di azioni, ma soci, e in quanto soci si ha il diritto di ottenere le azioni e non viceversa». La tesi di Colussi è stata confutata da CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983, p. 81, il quale, aderendo all'impostazione degli autori sopra richiamati, ha rilevato che «la differenza tra contratto preliminare e opzione non riposa, infatti, sulla circostanza che il bene oggetto della negoziazione sia (fisicamente) già sorto o no; oppure sulla circostanza che esso possa essere oggetto di un contratto a effetti obbligatori (come è, per esempio, nel caso della vendita di frutti pendenti o di cosa futura o di cose di genere) o a effetti reali, ma solo sulla circostanza che, perché il contratto (definitivo) si perfezioni, sia o no necessaria una nuova dichiarazione di volontà del promittente (nella specie: la società). Ed è incontrovertibile che, nel caso di emissione di obbligazioni convertibili prima che la società abbia deliberato il corrispondente aumento di capitale, è necessaria una ulteriore dichiarazione di volontà della società promittente e non soltanto dell'obbligazionista promissario, perché la conversione si realizzi», sicché la delibera sarebbe configurabile come il momento perfezionativo del contratto di sottoscrizione delle nuove azioni.

chiedere *ex art. 2932 c.c.* l'esecuzione in forma specifica dell'obbligazione assunta dalla società qualora quest'ultima non deliberi l'aumento di capitale a servizio dei *warrants* ⁽¹⁸²⁾. La risposta negativa sembra tuttavia preferibile sia perché un provvedimento giudiziario potrebbe comunque essere frustrato dall'esercizio del diritto di opzione da parte dei soci sia perché il giudice non può sostituirsi all'assemblea nell'adozione di una decisione che l'assemblea potrebbe legittimamente rifiutarsi di adottare, sia pure esponendo la società al risarcimento del danno.

Una volta esposti gli argomenti che depongono nel senso dell'inesistenza di vincoli insuperabili, a livello legislativo, all'adozione della delibera di aumento di

⁽¹⁸²⁾ In senso favorevole RIGHINI, *Warrant*, cit., p. 486; *contra*, nell'ambito del dibattito in tema di obbligazioni convertibili anteriormente alla c.d. «miniriforma» del 1974, DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 542; DE MARCHI, *Su taluni problemi in tema di obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 219, il quale fa propria l'affermazione di MINERVINI (in *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, cit., p. 533) secondo la quale l'efficacia della sentenza che procede ad aumentare il capitale, ove ritenuta ammissibile, potrà sempre venir frustrata dai soci della società in forza del diritto di opzione ad essi spettante mentre l'acquisto di azioni «in danno della società» sarebbe lecito solo nei limiti segnati dall'art. 2357 c.c., ossia con l'acquisto di azioni liberate mediante prelievi da utili netti, sicché l'efficacia di una sentenza costitutiva emanata a norma dell'art. 2932 c.c. sarebbe limitata al caso che la società abbia in portafoglio un sufficiente numero di proprie azioni o che disponga di utili netti sufficienti ad acquistare sul mercato azioni necessarie a permettere ai sottoscrittori di esercitare il loro diritto di conversione; PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciale della SO.F.I.S.*, cit., p. 909-910, il quale dal rinvio della decisione sull'aumento di capitale deduce la volontà di riservare ad altra assemblea la valutazione dell'interesse sociale in ordine all'aumento medesimo ed all'esclusione del diritto di opzione ed in ciò ravvisa quella «volontaria esclusione» che la legge (art. 2932 c.c.) considera ostativa dell'esecuzione in forma specifica del *pactum de contrahendo*: quest'ultima, inoltre, deve escludersi anche perché per l'esecuzione in forma specifica della promessa *de ineunda societate* il giudice dovrebbe sostituirsi all'assemblea nella valutazione dell'interesse sociale che avrebbe dovuto formare oggetto della deliberazione mancata, ciò che non pare ammissibile; SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 119 ss., che osserva che l'estensione a nuovi soggetti del rapporto sociale richiede una preventiva delibera di aumento del capitale da parte dell'assemblea, per cui gli effetti del contratto definitivo non concluso (ingresso in società degli obbligazionisti che abbiano dichiarato di voler convertire) non possono prodursi senza la collaborazione dell'assemblea dei soci che adotti questa delibera, ciò che implica che una sentenza non può produrre, da sola, gli effetti del contratto di partecipazione ad una società già costituita e per questa ragione il preliminare di un tale contratto non è suscettibile di esecuzione in forma specifica.

capitale a servizio dei *warrants* in epoca successiva all'emissione degli stessi, resta da esaminare se, a livello pratico, esistano ulteriori ostacoli ad una simile eventualità. Con riguardo ai *warrants* che vengono fatti oggetto di quotazione occorre esaminare, a tal fine, il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a. che, come si è già detto, ha natura contrattuale.

Un primo elemento di riflessione può essere individuato nell'art. 2.2.10 del predetto Regolamento, ove si specifica che possono essere emessi *warrants* per sottoscrivere, *warrants* per acquistare e *warrants* per vendere azioni e si prevede che «nel caso di emissione di *warrant* per l'acquisto di azioni, le stesse devono risultare depositate in una gestione speciale, vincolate irrevocabilmente al servizio degli emittenti *warrant*, presso un soggetto sottoposto a vigilanza prudenziale». Appare legittimo chiedersi se la *ratio* di questa disposizione, volta a tutelare i portatori dei *warrants* per acquistare azioni dal rischio della mancanza dei titoli di compendio al momento dell'esercizio dell'opzione, osti anche all'ammissibilità di un rinvio della delibera di aumento di capitale ad un momento successivo all'emissione dei *warrants* nel caso di emissione di *warrants* per sottoscrivere azioni. Sebbene infatti i *warrants* per sottoscrivere non comportino mai l'emissione dei certificati azionari contestuale a quella dei *warrants* medesimi, resta il problema di tutelare i portatori dei *warrants*, che potrebbero vedere frustrato il loro diritto di opzione, pur conservando il diritto ad agire per il risarcimento del danno.

Orbene, le Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., dettate dal Consiglio di amministrazione di Borsa Italiana ai sensi del terzo comma dell'art. 1.1. del Regolamento, sembrano richiedere come necessaria l'adozione della delibera di aumento di capitale anteriormente alla domanda di ammissione alla quotazione di *warrant*: al comma secondo del punto 2.00 della Tavola 4 della sezione IA.1.1 (Documentazione da allegare alla domanda di quotazione) si prevede, infatti, che alla domanda di ammissione di *warrants* deve essere allegata

«copia della delibera di aumento del capitale al servizio dei *warrant* stessi e delle relative omologazioni e autorizzazioni». Sembra dunque ragionevole concludere che, a prescindere dall'inesistenza di un obbligo derivante dalla legge, Borsa Italiana s.p.a. non consentirebbe la quotazione di *warrants* che non sia stata preceduta da una delibera di aumento di capitale e che, conseguentemente, la possibilità di rinviare ad un momento successivo all'emissione dei *warrants* la delibera di aumento di capitale a servizio degli stessi deve essere limitata ai *warrants* che non vengono fatti oggetto di quotazione.

* * *

2(b) *Il procedimento «indiretto»*

Anche nel caso in cui il *warrant* riconosca al portatore il diritto all'acquisto di titoli di società diversa dall'emittente è necessario esaminare se detti titoli siano già stati emessi al momento dell'assegnazione dei *warrants* e, in caso di risposta affermativa, effettuare un'ulteriore distinzione a seconda che tali titoli siano già di proprietà dell'emittente o meno.

i Se i titoli di compendio sono già esistenti al momento dell'assegnazione dei *warrants* ed essi sono già di proprietà del soggetto emittente i *warrants*, l'esercizio dell'**opzione** da parte del portatore del *warrant* determinerà il perfezionamento di un normale contratto di compravendita sicché, secondo parte della dottrina, si verificherà l'immediata efficacia traslativa della proprietà dei titoli di compendio ⁽¹⁸³⁾. Appare tuttavia preferibile ritenere, aderendo all'impostazione della Cassazione e della dottrina attualmente prevalente, che il contratto di compravendita che si perfeziona per effetto dell'esercizio dell'opzione, come ogni altro contratto traslativo di un titolo di credito, sia un contratto sì consensuale ma con effetti obbligatori (e non già con effetti reali), sicché «dal contratto deriva l'obbligazione, per l'alienante, di immettere l'acquirente nel

⁽¹⁸³⁾ RIGHINI, *Warrant*, cit., p. 486.

possesso qualificato del titolo; ma solo con il conseguimento del possesso l'acquirente ne acquista la proprietà»⁽¹⁸⁴⁾: da questa soluzione, com'è noto, discendono importanti conseguenze in caso di inadempimento dell'obbligazione di immissione dell'acquirente nel possesso qualificato (e quindi nella proprietà) del titolo (e quindi del diritto in esso incorporato): nel caso di doppia alienazione dei titoli, infatti, prevarrà non già chi ha il titolo anteriore bensì colui al quale il contratto viene consegnato per primo, e ciò anche in caso di mala fede da parte di quest'ultimo, al quale non è richiesta la buona fede giusta il disposto di cui all'art. 1153 c.c.: a differenza che nell'ipotesi contemplata da detta norma, infatti, chi viene immesso nel possesso del titolo acquista *a domino*.

ii Se invece i titoli, sebbene già emessi, al momento dell'esercizio dell'**opzione** non sono ancora nel patrimonio sociale della società emittente i *warrants*, detto esercizio determinerà il perfezionamento di un contratto di compravendita di cosa altrui: conseguentemente, secondo il disposto dell'art. 1478 c.c., il venditore sarà obbligato a procurare l'acquisto dei titoli al portatore del *warrant*, il quale, secondo la dottrina minoritaria sopra citata⁽¹⁸⁵⁾, diverrà proprietario dei titoli destinati a servizio dei *warrants* nel momento stesso in cui la società emittente ne acquisterà la proprietà. Anche a questo riguardo deve invece precisarsi, aderendo all'impostazione della migliore dottrina, che la proprietà del titolo e, conseguentemente, del diritto in esso incorporato potrà essere acquistata dal portatore del *warrant* solo se e quando l'emittente dei *warrants* avrà adempiuto l'obbligazione di procurare al portatore del *warrant* il possesso qualificato del titolo.

⁽¹⁸⁴⁾ GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., I, 2, p. 315; PANZARINI, *Lo sconto dei crediti e dei titoli di credito*, Milano, 1984, p. 541; ASQUINI, *Titoli di credito*, cit., p. 60 ss.; ASCARELLI, *Titolarità e costituzione del diritto cartolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, p. 531 ss.; CARNELUTTI, *Teoria giuridica della circolazione*, Padova, 1933, p. 193; Cass., 3 febbraio 1967, n. 308; Cass. 18 settembre 1970, n. 1549; Cass., 28 aprile 1981, n. 2558, in *Giur. it.*, 1982, I, 1, c. 564; Cass., 21 febbraio 1997, n. 1599, in *Mass. Foro it.*, 1997.

⁽¹⁸⁵⁾ RIGHINI, *Warrant*, cit., p. 486.

Può dunque affermarsi che se i titoli, sebbene già emessi, al momento dell'esercizio dell'opzione non sono ancora nel patrimonio sociale della società emittente i *warrants*, il titolare del *warrant* conseguirà la proprietà dei titoli di compendio solo se l'emittente adempirà l'obbligo da un lato di procurarsi la proprietà dei titoli e dall'altro di procurare al portatore del *warrant* il possesso qualificato del titolo: in caso di inadempimento da parte dell'emittente dei *warrants* il titolare del *warrant* avrà quindi a disposizione esclusivamente gli ordinari rimedi della risoluzione del contratto e del risarcimento del danno ma non potrà opporre in alcun modo il proprio diritto ai terzi che si siano resi acquirenti dei titoli di compendio ⁽¹⁸⁶⁾.

iii. Restano infine da esaminare i *warrants* che riconoscano al portatore il diritto di acquistare azioni di futura emissione da parte di un soggetto diverso da quello emittente i *warrants*. In questo caso il rapporto tra l'acquirente e l'emittente del *warrant* non può essere ricondotto al patto di opzione o al contratto preliminare, posto che il soggetto che dovrà emettere le azioni resta estraneo a tale contratto.

Normalmente la società che emette i *warrants*, al fine di garantire ai portatori di questi strumenti la disponibilità dei titoli al momento dell'esercizio del loro diritto e per limitare il rischio di esporsi ad eventuali azioni risarcitorie, stipula con il soggetto che emetterà le azioni di compendio un contratto preliminare unilaterale a favore di terzo in forza del quale l'emittente delle azioni (in veste di promittente) si impegna nei confronti

⁽¹⁸⁶⁾ RIGHINI, *Warrant*, cit., p. 486, la quale ricorda come nella prassi, per ovviare a questo tipo di inconveniente, i titoli di compendio già emessi e destinati all'esercizio delle opzioni rappresentate dai *warrants* vengono dall'emittente dei buoni di opzione affidati in amministrazione ad una società fiduciaria nell'interesse dei sottoscrittori, con un vincolo di indisponibilità a favore di questi ultimi. Resta comunque il problema, sollevato dalla stessa autrice, che l'intestazione dei titoli di compendio alla società fiduciaria non elimina il carattere meramente obbligatorio nei confronti dei terzi del patto di opzione e la conseguente inopponibilità dello stesso nei confronti di coloro che abbiano acquistato i titoli destinati a servizio dei *warrants*. Si vedano sul punto anche FENGHI, *Studi in tema di obbligazioni convertibili: metodo indiretto e diritto di opzione*, in *Riv. soc.*, 1980, p. 480 ss., specie p. 484; ROVELLI, *Le obbligazioni indirettamente convertibili*, in *Società*, 1991, p. 305 ss., specie pp. 308-309, richiamati dalla stessa Righini.

dell'emittente dei *warrants* (in veste di stipulante) ad eseguire una determinata prestazione (consistente nella stipula di un contratto di sottoscrizione) con coloro che risulteranno legittimati in forza del possesso dei *warrants* medesimi: in questo caso il terzo mediante il *warrant* «acquista il diritto contro il promittente», con la conseguenza che, in caso di inadempimento da parte di quest'ultimo, il portatore del *warrant* potrà agire direttamente nei suoi confronti a titolo di responsabilità contrattuale.

Il contratto tra l'emittente e l'acquirente dei *warrants*, invece, a prescindere dal fatto che al momento dell'assegnazione dei *warrants* esista o meno un contratto vincolante tra l'emittente dei *warrants* e l'emittente delle azioni di compendio, può essere qualificato come **promessa del fatto del terzo** ⁽¹⁸⁷⁾, con la conseguenza che, in caso di inadempimento da parte dell'emittente delle azioni di compendio, il portatore dei *warrants* potrà agire a titolo contrattuale esclusivamente nei confronti del soggetto emittente i *warrants*, il quale sarà tenuto a indennizzarlo nei limiti di cui all'art. 1381 c.c. La promessa, invece, non vincolerà in alcun modo il terzo (emittente i titoli di compendio), che non è affatto tenuto a compiere il fatto o ad assumere l'obbligazione oggetto della promessa e rimane, invece, assolutamente libero di evitare di soddisfare il promissario (portatore del *warrant*). Ciò costituisce applicazione del generale principio di cui all'art. 1372, 2° comma, c.c., che limita tra le parti gli effetti del contratto: il terzo, infatti, non è parte del patto denominato promessa del fatto o dell'obbligazione del terzo e pertanto non può subirne gli effetti.

Come si è appena accennato, gli interpreti sono divisi in merito alla natura dell'obbligazione sorgente in capo al promittente per effetto della promessa. Secondo una prima teoria, più risalente nel tempo, dal patto deriverebbe una prestazione di *facere*, consistente nell'obbligo per il promittente di attivarsi presso il terzo affinché

⁽¹⁸⁷⁾ GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 176 ss.

questi assuma l'obbligazione o compia il fatto promesso (¹⁸⁸). Il limite di questa impostazione è che da essa discende che il promittente possa andare esente da responsabilità dimostrando la propria diligenza, ciò che invece pare oggi unanimemente escluso: la formulazione dell'art. 1381 c.c., inoltre, non sembra lasciare spazio alla possibilità di addurre alcuna prova liberatoria e collega l'obbligo di indennizzo alla circostanza oggettiva del rifiuto del terzo (¹⁸⁹).

Secondo l'orientamento maggioritario in dottrina, invece, dal patto deriverebbe per il promittente una obbligazione, in senso lato, di "garanzia" e la mancata assunzione dell'obbligazione o il mancato compimento del fatto promesso da parte del terzo determinerebbero l'obbligo per il promittente-garante di corrispondere l'indennizzo. Pertanto sarebbe del tutto irrilevante che il promittente si sia attivato o meno presso il terzo in maniera adeguata (¹⁹⁰). Una variante di tale teoria è costituita dalla proposta di considerare quella del promittente come un'obbligazione di garanzia e l'attività del terzo come l'oggetto dell'obbligazione stessa del promittente, sicché il promittente risponderebbe per inadempimento dell'obbligazione assunta, analogamente a quanto avviene nel caso della fideiussione, ove indubbiamente il fideiussore assume un'obbligazione di garanzia (¹⁹¹).

(¹⁸⁸) Si veda, ad es., Cass., 18 novembre 1987, n. 8483, in *Giur. it.*, 1988, I, 1, 1360; Cass., 22 aprile 1981, n. 2363, in *Mass. Foro it.*, 1981.

(¹⁸⁹) MARELLA, *Promessa del fatto del terzo*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, sezione civile, Torino, 1997, p. 386.

(¹⁹⁰) BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953, p. 44; BRIGANTI, *Fideiussione e promessa del fatto altrui*, Napoli, 1981, p. 107 ss.; GALGANO, in GALGANO-VISINTINI, *Degli effetti del contratto*, in *Commentario Scialoja-Branca* (art. 1372-1405), 1993, p. 156 ss.; CHERUBINI, *La promessa del fatto del terzo*, Milano, 1983, p. 49 ss.; MARELLA, *Promessa del fatto del terzo*, cit., p. 387-388, i quali ritengono che la mancata assunzione dell'obbligazione o il mancato compimento del fatto promesso da parte del terzo opererebbero come condizione al cui verificarsi diverrebbe efficace l'obbligo per il promittente-garante di corrispondere l'indennizzo.

(¹⁹¹) FRANZONI, *Degli effetti del contratto*, II (art. 1374-1381), in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1999, p. 467 ss., che rileva anche che l'adesione alla tesi secondo cui il promittente assumerebbe un'obbligazione di garanzia e non una obbligazione di *facere* implica come corollario che solo l'impossibilità originaria del fatto promesso produrrà la nullità della

Esiste poi una terza teoria che esclude, per i motivi sopra esposti, che quella del promittente sia una obbligazione di *facere* ma, al tempo stesso, nega che essa possa essere considerata una obbligazione di garanzia adducendo che il comportamento del terzo non può essere considerato come una condizione del sorgere dell'indennità bensì come l'oggetto immediato e diretto dell'obbligazione del promittente ⁽¹⁹²⁾. Questa impostazione, fatta propria dalla più recente giurisprudenza, non esamina la possibilità, da ultimo esposta, di considerare quella del promittente come un'obbligazione di garanzia e l'attività del terzo come l'oggetto dell'obbligazione stessa del promittente; essa, inoltre, conduce ad attribuire natura "mista" all'obbligazione del promittente in quanto dalla promessa deriverebbero in capo ad esso due distinte obbligazioni, ossia da un lato una prestazione di *facere*, consistente nell'attivarsi diligentemente presso il terzo, e dall'altro una prestazione di garanzia, ossia l'obbligo di corrispondere l'indennizzo in caso di inattività del terzo. Se ne ricaverebbe che, qualora il promittente adempia diligentemente la propria obbligazione di *facere*, e, ciononostante, il promissario non ottenga il risultato sperato a causa del rifiuto del terzo, il promittente dovrà corrispondere l'indennizzo al promissario; qualora, invece, l'obbligazione di *facere* non venga adempiuta dal promittente e l'inesecuzione sia a lui imputabile,

promessa, e non invece l'impossibilità sopravvenuta, al cui verificarsi il promittente sarà comunque tenuto a corrispondere l'indennizzo. L'A. osserva inoltre che l'adesione alla teoria dell'obbligazione di *facere* renderebbe ambigui i confini tra la promessa ex art. 1381 c.c. e la vendita di cosa altrui: in entrambi i casi, infatti, dovrebbe dedursi un identico obbligo, per il venditore e per il promittente, in merito al trasferimento del bene: deve ritenersi, invece, che mentre il venditore di cosa altrui assume in proprio l'obbligo di trasferire il bene, il promittente si limita a garantire che il terzo trasferirà al promissario il bene, obbligandosi a corrispondere un indennizzo ove ciò non si verifichi. Sul punto si veda già SCALFI, *La promessa del fatto altrui*, Milano-Varese, 1955, p. 60 ss., il quale, pur riconducendo la promessa del fatto del terzo all'obbligazione di garanzia, esclude la soluzione di considerare le obbligazioni di garanzia come condizionate ad un evento futuro ed afferma che la principale prestazione che consegue alla promessa del fatto del terzo deve essere considerata una prestazione di garanzia e non, appunto, l'obbligazione di indennità condizionata al mancato avverarsi del fatto, se si ravvisano in essa i caratteri di questa prestazione (p. 74).

⁽¹⁹²⁾ OSTI, voce *Contratto*, in *Novissimo Digesto italiano*, IV, Torino, 1959, p. 526.

ovvero venga eseguita in violazione dei doveri di correttezza e buona fede, il promissario avrà a disposizione gli ordinari rimedi contro l'inadempimento e potrà richiedere, in presenza del necessario nesso di causalità, non già il semplice indennizzo di cui all'art. 1381 c.c., ma un vero e proprio risarcimento del danno (¹⁹³).

È stato osservato che la tesi della natura "mista" dell'obbligazione del promittente non coglie l'aspetto decisivo della vicenda e, ad esempio, non è in grado di spiegare il motivo per cui, se sussiste una autonoma prestazione di *facere* in capo al promittente, questi non risponda in alcun modo ove non adempia tale obbligazione e tuttavia il terzo decida di assumere l'obbligazione o di compiere il fatto. Si è dunque concluso che, per ragioni di coerenza, appare preferibile considerare l'indennizzo come l'unica conseguenza del mancato attivarsi del terzo a prescindere dalla diligenza del promittente medesimo (¹⁹⁴).

Tra le varie soluzioni proposte sembra preferibile, con l'orientamento prevalente in dottrina, ravvisare in capo al promittente un'obbligazione di garanzia. Come è già stato efficacemente osservato, infatti, questa ricostruzione meglio di altre spiega perché non è possibile un'esecuzione in forma specifica dell'obbligazione del promittente e perché la prova della propria diligente condotta non è idonea ad esonerarlo da responsabilità; essa, infine è in grado di spiegare perché l'obbligazione del promittente è di risultato e non di mezzi. La figura del contratto autonomo di garanzia, peraltro, confermerebbe che la causa di garanzia non necessariamente è connotata dall'elemento dell'accessorietà dell'obbligazione del garante rispetto a quella del debitore principale, così come non necessariamente vi deve essere una identità qualitativa tra le due

(¹⁹³) Cass. 20 dicembre 1995, n. 12973, in *Foro it.*, 1996, I, 1731; Cass., 24 gennaio 2003, n. 1137, in *Giur. it.*, 2003, 1864; Cass., 15 luglio 2004, n. 13105, in *Giust. civ.*, 2004, I, 2569.

(¹⁹⁴) Si veda, sul punto, FRANZONI, *Degli effetti del contratto*, cit., p. 470-471, ove ulteriori riferimenti dottrinali e giurisprudenziali. L'A. osserva peraltro che a questa conclusione pervengono anche coloro che sostengono che quella del promittente sia un'obbligazione di risultato (intendendo per tale quell'obbligazione in cui il debitore è tenuto a realizzare una determinata finalità a prescindere da una specifica attività strumentale).

prestazioni. Mentre infatti nella fideiussione si realizzerebbe una finalità soddisfacente, data l'identità tra l'obbligazione principale e quella del fideiussore, negli altri contratti di garanzia, ivi compresa la promessa del fatto altrui, si realizzerebbe una funzione sostitutiva, poiché la prestazione di garanzia è diversa dal risultato conseguibile con l'attività del terzo: tuttavia in entrambi i casi la causa del contratto è di garanzia ⁽¹⁹⁵⁾.

Tornando specificamente al caso dell'emissione indiretta di *warrants*, è degna di menzione la (frequente) ipotesi in cui il soggetto terzo che deve emettere i titoli di compendio delibera un aumento di capitale a servizio dei *warrants* prevedendo esplicitamente l'impegno a riservare le azioni di nuova emissione ai titolari dei *warrants* per tutto il periodo fino alla scadenza del termine previsto per l'esercizio del diritto contenuto nei *warrants* medesimi. Detta delibera, della quale deve essere data pubblicità nel Registro delle imprese ai sensi dell'art. 2436 c.c. (trattandosi di delibera modificativa dello statuto) e che, in tutti i casi in cui l'emissione dei *warrants* sia qualificabile come sollecitazione all'investimento, rende necessaria la pubblicazione del prospetto informativo, appare idonea a configurarsi come proposta contrattuale, *sub specie* di offerta al pubblico, diretta alla conclusione di contratti di sottoscrizione con i portatori di *warrants*, una proposta irrevocabile per tutto il periodo durante il quale essi possono esercitare il diritto di sottoscrizione loro conferito dal *warrant* ⁽¹⁹⁶⁾: se accettata, una simile proposta crea un rapporto diretto tra il portatore del *warrant* e

⁽¹⁹⁵⁾ FRANZONI, *Degli effetti del contratto*, cit., p. 472 ss.

⁽¹⁹⁶⁾ GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 182-183, il quale, osserva anche che quando il collocamento di titoli incorporanti diritti di sottoscrizione integra la sottospecie della sollecitazione del pubblico risparmio, la delibera di aumento è riportata nei suoi estremi essenziali dal prospetto di emissione, del cui contenuto si assume la responsabilità non soltanto l'offerente ma anche la stessa società emittente le azioni optabili. L'A., inoltre, alla nota 25, nota che in virtù del combinato disposto degli artt. 2 e 4 del Regolamento Consob in materia di prospetti informativi relativi alle operazioni di vendita e sottoscrizione di valori mobiliari di cui alla deliberazione n. 6243 del 3 giugno 1992 i soggetti che comunque intervengono nell'offerta, in qualità di emittenti, proponenti o collocatori, in virtù della sottoscrizione (propria o di un delegato) dell'apposita dichiarazione, assumono la responsabilità della completezza e veridicità dei dati e delle notizie di propria pertinenza.

l'emittente dei titoli di compendio. In questo caso, a differenza che in quello precedente, l'emittente dei *warrants*, all'atto della vendita dei *warrants* medesimi, garantisce in realtà l'adempimento di un'obbligazione che il terzo emittente le azioni di compendio ha già assunto nei confronti dei portatori dei *warrants*: da ciò consegue che, in questa specifica ipotesi, l'emittente dei *warrants* potrà essere considerato fideiussore piuttosto che promittente ai sensi dell'art. 1381 c.c. ⁽¹⁹⁷⁾.

3. *Sulla natura aleatoria o meno del contratto sotteso al warrant*

In una recente pronuncia del Tribunale di Ivrea in data 1° settembre 2005 ⁽¹⁹⁸⁾ il Giudice, esaminato il contratto di opzione connesso a dei *warrants* che attribuivano il diritto ad acquistare azioni della società che li aveva emessi, è giunto alla conclusione che esso abbia una «indubbia natura aleatoria». Secondo il Tribunale, in particolare, «si deve ritenere che il *warrant*, strumento finanziario atipico, sia caratterizzato da un'alea

⁽¹⁹⁷⁾ Si v. ad es. GALGANO, in GALGANO-VISINTINI, *Degli effetti del contratto*, in Commentario Scialoja-Branca, cit., p. 156, che osserva che dalla fideiussione la promessa del fatto del terzo differisce per il fatto che il terzo non è legato da precedenti vincoli nei confronti del promissario: l'impegno di chi promette l'altrui adempimento di una già sorta obbligazione non è promessa del fatto del terzo, ma fideiussione. Così, in giurisprudenza, Cass., 9 maggio 1985, n. 2891, in *Giur. it.*, 1986, I, I, 599; Cass., 20 febbraio 1982, n. 1081, in *Mass. Foro it.*, 1982; Cass., 9 aprile 1990, n. 2965, in *Giust. civ.*, 1990, I, 2359; Cass., 3 dicembre 2001, n. 15235, in *Foro it. c.d. rom. V.*, tuttavia, FRANZONI, *Degli effetti del contratto*, cit., *ibidem*, il quale osserva che coloro che attribuiscono all'obbligazione del promittente natura di obbligazione di *facere* ritengono che se il terzo ha assunto la propria obbligazione anteriormente alla promessa, ci si trova di fronte ad una comune fideiussione ove il promittente garantisce l'adempimento di una obbligazione già sorta; ove invece l'obbligazione del promittente venga considerata di garanzia, si ritiene che il promittente possa garantire l'adempimento di una già sorta obbligazione da parte di un terzo, giacché i criteri per distinguere la fideiussione dalla promessa del fatto o dell'obbligazione del terzo sarebbero altri, quali l'assenza del vincolo dell'accessorietà e l'assenza di una necessaria identità tra l'oggetto della prestazione principale e l'indennizzo cui sia tenuto il promittente.

⁽¹⁹⁸⁾ Trib. Ivrea, 1 settembre 2005, cit.

intrinseca, essendo del tutto incerto il *risultato economico* cui tende l'investitore a causa della normale fluttuazione dei valori borsistici».

Il Tribunale di Ivrea ha dunque palesato di ritenere che per qualificare un contratto come aleatorio è sufficiente che sia «incerto il *risultato economico* a cui tende l'investitore». Detta tesi, seppure sostenuta, specie in passato, da autorevole dottrina⁽¹⁹⁹⁾ e, in termini generali, anche dalla giurisprudenza della Cassazione⁽²⁰⁰⁾, è stata fortemente ed autorevolmente contrastata dalla dottrina prevalente⁽²⁰¹⁾ e, per quanto

⁽¹⁹⁹⁾ CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1949, 209; MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1968, p. 774; MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici*, Milano, 1942, p. 83; SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, IX ed., Napoli, 1976 (rist.), p. 224; BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000, *passim*, specie p. 124 ss. e, in particolare, pp. 140-142;

⁽²⁰⁰⁾ Cass., 4 gennaio 1993, n. 10, in *Mass. Foro it.*, 1993; Cass., 7 giugno 1991, n. 6452, in *Mass. Foro it.*, 1991; Cass., 31 maggio 1986, n. 3694; Cass., 8 agosto 1979, n. 4626, in *Foro it. Rep.*, 1979, voce *contratto in genere*, n. 83. La Cassazione, peraltro, ha esteso il concetto di contratto aleatorio anche ai casi in cui il vantaggio economico sia incerto per un solo contraente: Cass., 31 maggio, n. 3694, cit.; Cass., 9 aprile 1980, n. 2286, in *Foro it. Rep.*, 1980, voce *contratto in genere*, n. 264; Cass., 10 aprile 1970, n. 1003, in *Foro it. Rep.*, 1970, voce *Obbligazioni e contratti*, n. 73.

⁽²⁰¹⁾ ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1958, I, p. 435 ss.; SCALFI, voce *Alea*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, Torino, 1987, p. 256; ID., *Corrispettività e alea*, Milano-Varese, 1960, 137; GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, p. 58, ove ampi ulteriori riferimenti dottrinali; DONATIVI, nota a commento a Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1989, p. 480 ss.; DALMARTELLO, *Adempimento e inadempimento nel contratto di riporto*, Padova, 1958, nota 173 bis, p. 328 ss., il quale rileva che un contratto è aleatorio in senso proprio solo quando l'elemento dell'alea incide su criteri fisici di determinazione (quantitativa) della prestazione: numero, peso e misura o, addirittura e a maggior ragione, sul se una determinata prestazione debba essere eseguita (...), non anche quando esso incide sul solo valore di una prestazione, ed aggiunge che deve escludersi il carattere aleatorio della vendita a termine di titoli di credito; MARESCA, *Alea contrattuale e contratto di assicurazione*, Napoli, 1979, p. 30 ss.; ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato a cura di Iudica e Zatti*, Milano, 2001, p. 443; NICOLÒ, voce *Alea*, in *Enciclopedia del diritto*, Varese, 1958, p. 1029; BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, Milano, 2000, p. 491; CERIO, *Warrants e operazioni straordinarie della società emittente: conflitti e rimedi*, in *I Contratti*, 2006, p. 271; DI GIANDOMENICO, in DI GIANDOMENICO-RICCIO, *I contratti speciali - I contratti aleatori*, in *Trattato di diritto privato diretto da Bessone*, Torino, 2005, *passim*, specie p. 67; CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, Milano, 2004, *passim*, specie p. 185 ss. e 229 ss.; per la qualificazione dei contratti di borsa

riguarda specificamente i contratti di borsa a premio denominati «*dont*», dalla stessa Cassazione⁽²⁰²⁾, ciò che rende opportuna una breve digressione.

Il termine latino «*alea*» significa «giuoco»⁽²⁰³⁾. Nell'attuale codice, a differenza che in quello del 1865 (art. 1102)⁽²⁰⁴⁾ e nel Code Napoleon del 1804 (art. 1964)⁽²⁰⁵⁾, manca una definizione di contratti aleatori, i quali vengono generalmente contrapposti ai contratti commutativi, anch'essi privi di una definizione codicistica. Per contratti aleatori la dottrina maggioritaria attualmente intende quei contratti in cui «l'evento incerto incide sulla *esistenza* o sulla *determinazione* di una prestazione, sull'*an* o sul *quantum* di essa»⁽²⁰⁶⁾, ossia quelli «in cui l'*entità* della prestazione dipende da fatti

come contratti ad alea normale illimitata anche RICCIO A., in RICCIO-LANZILLO, *Della rescissione del contratto*, in Commentario Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 2005, p. 116.

⁽²⁰²⁾ Cass., 25 febbraio 1993, n. 2338, in *Foro it.*, 1993, I, 2192; Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, in *Giur. it.*, 1988, I, 1, c. 1700, con nota di ALPA; App. Firenze, 13 aprile 1966, in *Giur. tosc.*, 1966, p. 512 ss., specie p. 522.

⁽²⁰³⁾ SCALFI, voce *Alea*, cit., p. 253 ss., il quale ricorda che nel mondo latino con il termine *alea* ci si riferiva, in particolare, al giuoco dei dadi, donde l'*aleatorium* indicava la stanza nella quale si giocava a dadi; si veda anche GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, p. 32. Critico sull'affermazione del Tribunale di Ivrea in merito alla natura aleatoria del contratto di emissione dei *warrants* recentemente anche DI GAETANO, *Strumenti finanziari derivati e tutela dei risparmiatori. Gli speculatori meritano giustizia?*, in *Società*, 2006, specie p. 331 ss.

⁽²⁰⁴⁾ L'art. 1102 del codice civile del 1865 prevedeva infatti che «è contratto di sorte o aleatorio, quando per ambedue i contraenti o per l'uno di essi il vantaggio dipende da un avvenimento incerto. Tali sono il contratto di assicurazione, il prestito a tutto rischio, il giuoco la scommessa e il contratto vitalizio». Nota tuttavia PINO (in *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, pp. 1232-1233) che con la terminologia di vantaggio la norma si riferiva non al concetto economico e soggettivo di utile ma a un concetto giuridico e obiettivo, quello stesso al quale si riferiva il precedente art. 1101 e cioè la attribuzione patrimoniale. L'art. 1101 del c.c. del 1865, infatti, recitava che «è a titolo oneroso quel contratto nel quale ciascuno dei contraenti intende, mediante equivalente, procurarsi un vantaggio; è a titolo gratuito o di beneficenza quello in cui uno dei contraenti intende procurare un vantaggio all'altro senza equivalente»: detta disposizione, pertanto, utilizzava l'espressione «vantaggio» nel senso di «prestazione».

⁽²⁰⁵⁾ Il Code Napoléon, recependo la definizione di Pothier, all'art. 1964 recita che «le contràt aléatoire est une convention réciproque dont les effets, quant aux avantages et aux pertes, soit pour l'une ou plusieurs d'entre elles, dépendent d'un événement incertain».

⁽²⁰⁶⁾ GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., II, 1, p. 595; ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit, p. 435 ss., il quale osserva che «nel contratto aleatorio un determinato evento futuro ed incerto è (...) assunto direttamente a misura di una prestazione e la diversa

incerti o ignoti alle parti, e dunque in definitiva dalla sorte; quelli in cui i contraenti si assumono il rischio di vedere - per effetto del caso - ingigantita la prestazione a proprio

misura (compresa allora l'ipotesi della misura zero) non influirà su quella della controprestazione; nei contratti commutativi invece la misura della prestazione è determinata indipendentemente dal verificarsi o meno di determinati eventi futuri e incerti sottratti all'influenza del comportamento delle parti» (p. 444): il contratto aleatorio, per Ascarelli, è quello in cui «la prestazione di una delle parti (o di ciascuna delle parti) è determinata nella sua misura (comprendendo in detto termine anche la misura zero) — nella sua misura, non nel suo oggetto, contro quanto a volte si insegna; tanto meno direttamente nel suo valore economico — in funzione di un evento futuro ed incerto, definito nel contratto e considerato indipendente dal comportamento delle parti (o considerato solo in quanto si verifichi indipendentemente dal comportamento delle parti. La caratteristica del contratto aleatorio è così quella discendente da un particolare criterio di misura della prestazione. È questo che definisce il contratto aleatorio. Il rischio tipico di questo è quello proprio del particolare criterio adottato per la misura quantitativa della prestazione. Inesattamente (...) si vuole invece riferire detto rischio ad una incidenza sul contenuto della prestazione (...) o identificarlo direttamente con l'alea della misura (...) della prestazione (...) o con l'ignoranza sulla misura della prestazione» (pp. 440-441); SCALFI, voce *Alea*, cit., p. 256; ID., *Corrispettività e alea*, cit., p. 137; GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 58, ove ampi ulteriori riferimenti dottrinali; DONATIVI, nota a commento a Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, cit., p. 480 ss., il quale afferma che nel *dont* il venditore del premio non si obbliga ad una prestazione incerta, ma ad una prestazione certa, dal valore incerto; PINO, *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, cit., p. 1221 ss.; ID., *La eccessiva onerosità della prestazione*, Milano, 1952, p. 71; DALMARTELLO, *Adempimento e inadempimento nel contratto di riporto*, cit., *ibidem*; MARESCA, *Alea contrattuale e contratto di assicurazione*, cit., p. 31; BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, cit., 491; CERIO, *Warrants ecc.*, cit., p. 271, la quale fa propria l'opinione di Ascarelli ed aggiunge che è del tutto evidente che nel caso della pronuncia di Ivrea entrambe le prestazioni erano certe e determinate sin dall'inizio nell'*an* e nel *quantum*, sicché l'unica incertezza che permaneva era quella relativa al vantaggio economico (o, al contrario, quella relativa all'ampiezza del rischio economico gravante sui singoli contraenti), incertezza che del resto è presente in qualunque contratto la cui esecuzione sia protratta nel tempo ovvero differita. L'A. afferma pertanto che il Tribunale di Ivrea, sovrapponendo il contratto di cui si discute con il suo oggetto e confondendo l'alea giuridica di cui all'art. 1469 c.c. con l'alea economica di cui all'art. 1467 c.c., considera il *warrant* caratterizzato da un'alea intrinseca, essendo del tutto incerto il risultato economico a cui tende l'investitore a causa della normale fluttuazione dei valori borsistici. Secondo l'A., invece, il rischio di ampie e rapide oscillazioni del corso dei titoli può considerarsi rientrando nell'alea normale dei contratti di borsa, e pertanto è vero che nei contratti di borsa è esclusa la possibilità di invocare la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, quali che siano le oscillazioni dei titoli, ma non a causa della pretesa natura aleatoria di questi (e dunque in virtù del disposto di cui all'art. 1469 c.c.), ma in quanto dette oscillazioni devono considerarsi comprese nell'alea normale dei contratti stessi, e dunque in virtù dell'art. 1467, secondo comma, c.c.

carico, ovvero ridotta o addirittura azzerata la prestazione attesa» ⁽²⁰⁷⁾: nel contratto aleatorio «l'alea si configura come elemento essenziale del sinallagma che lo condiziona *ab initio*, nel senso che lo scambio tra le prestazioni contrapposte si pone come uno scambio tra una prestazione certa e una prestazione per sua natura incerta, determinabile successivamente al verificarsi di un evento futuro oppure si pone, come accade ad esempio nel giuoco e nella scommessa, come l'evento che deve determinare il soggetto in definitiva tenuto ad eseguire la prestazione»: l'alea, dunque, nel caso dei contratti aleatori, «colora e qualifica lo schema causale del contratto» ⁽²⁰⁸⁾.

Detta dottrina, a differenza di quella «tradizionale» seguita dal Tribunale di Ivrea ⁽²⁰⁹⁾, esclude che un contratto possa essere considerato aleatorio per il solo fatto che, al momento della stipula, non consenta a ciascuna delle parti di conoscere il *vantaggio economico* che esse ricaveranno dal contratto medesimo, essendo detto elemento inidoneo a fondare il carattere distintivo dell'intera categoria dei contratti aleatori: in caso di incertezza delle parti circa il risultato economico di vantaggio o di svantaggio, infatti, l'alea rimane un momento del tutto estrinseco al meccanismo e al contenuto del contratto ⁽²¹⁰⁾, così come accade anche in ipotesi di estensione convenzionale dell'alea

⁽²⁰⁷⁾ ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 443.

⁽²⁰⁸⁾ NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1029.

⁽²⁰⁹⁾ Cfr. la dottrina richiamata alla nota 201.

⁽²¹⁰⁾ ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., p. 439; NICOLÒ, cit., p. 1025 ss.; PINO, *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, cit., p. 1221 ss.; PINO, *La eccessiva onerosità della prestazione*, cit., p. 71 ss., il quale afferma: «in tal genere di contratti viene considerato un evento, obiettivamente incerto, dal quale si fa dipendere l'*an* (gioco o scommessa) o il *quantum* (rendita vitalizia) - o in taluni casi entrambi (assicurazioni contro infortuni) - di una prestazione, la quale sorge (primo e terzo caso) o si estingue (secondo caso) con il verificarsi di un evento determinato. L'alea del contratto aleatorio, quindi, appartiene alla struttura del contratto di scambio e gravita sull'aspetto che si designa con la terminologia di corrispettività»; BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il rapporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, XXXV, 2, Milano, 1969, p. 378 ss., il quale esclude l'aleatorietà dei contratti di borsa; *contra*, nel senso cioè dell'aleatorietà dei contratti in cui il valore economico di una o di tutte le prestazioni dipenda da eventi incerti, TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2003, p. 254; BALESTRA, cit., *passim*, specie p. 124 ss. e 142, ove si afferma che può parlarsi di contratto aleatorio anche quando «nonostante la

normale nonché in contratti con prestazioni certe e determinate ma ad esecuzione differita ⁽²¹¹⁾).

Venendo al caso dei *warrants*, ove si accolga l'opinione che considera aleatori solo i contratti in cui l'evento incerto incide sulla esistenza o sulla determinazione di una prestazione, deve conseguentemente escludersi che il contratto di opzione circolante attraverso i *warrants* possa essere qualificato come aleatorio in quanto, al momento dell'acquisto dei *warrants*, alle parti è perfettamente nota l'entità delle proprie prestazioni, senza che la successiva fluttuazione dei mercati possa incidere su tale aspetto.

Detta interpretazione, invero, appare preferibile sotto il profilo sistematico perché evita di fondere (e di confondere) l'alea di cui all'art. 1469 c.c. (c.d. alea giuridica) con l'alea normale di cui all'art. 1467 c.c. (c.d. alea economica), la quale, secondo la Relazione del Guardasigilli al codice civile, consiste nel «rischio che il contratto comporta a causa delle sue peculiarità, rischio al quale ciascuna parte implicitamente si sottopone concludendo quel contratto» ⁽²¹²⁾: anche laddove la sopravvenuta onerosità rientri nell'alea normale di uno specifico tipo contrattuale, infatti, il contratto non potrà

determinazione nel momento della conclusione del contratto dell'ammontare delle prestazioni e la precisa individuazione dei soggetti tenuti ad eseguirle, si accerti, in base ad un'indagine interpretativa, che l'esistenza di un evento incerto capace di incidere sul valore economico delle prestazioni costituisca espressione di una precisa volontà delle parti di rimettere quell'evento, e quindi ad un momento successivo, la definizione del giudizio di valore che è alla base del contratto».

⁽²¹¹⁾ GAMBINO, *L'assicurazione*, cit., p. 58 e 80; ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., p. 438; OSTI, voce *Contratto*, cit., p. 496, il quale osserva che non è esatto affermare che siano aleatori i contratti di borsa in generale e ritiene che non è aleatorio il contratto di compravendita a termine di titoli mentre è tale il contratto differenziale di borsa; DI GIANDOMENICO, in DI GIANDOMENICO-RICCIO, *I contratti speciali - I contratti aleatori*, cit., p. 67.

⁽²¹²⁾ È stato correttamente osservato da SACCO in SACCO-DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile* diretto da Rodolfo Sacco, II, Torino, 2004, p. 478, che «la linea di confine tra alea economica e alea giuridica è peraltro labile. Se pago dieci milioni di lire oggi per avere diecimila dollari fra due anni, non c'è alea giuridica; ma se pago dieci milioni di lire per avere tra due anni l'equivalente in lire di diecimila dollari c'è alea giuridica».

essere risolto adducendo, appunto, la eccessiva onerosità sopravvenuta, e ciò senza che si renda possibile o necessario qualificare come aleatorio il contratto.

Si deve considerare, inoltre, che, nello specifico, la natura aleatoria della compravendita a termine di titoli di credito (che presenta molti profili di affinità con il contratto di opzione in esame) è stata esclusa sia dalla dottrina prevalente ⁽²¹³⁾ sia dalla giurisprudenza del Supremo Collegio ⁽²¹⁴⁾ proprio in considerazione del fatto che il

⁽²¹³⁾ GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, p. 570 ss., specie p. 578, ove si osserva che «la causa del contratto è sempre lo scambio dei titoli contro il loro prezzo e rispetto ad essa il rischio di ampie e brusche oscillazioni del corso dei titoli non modifica lo scambio delle prestazioni fra le parti, perché le oscillazioni di prezzo non rendono la prestazione di uno dei contraenti per sua natura incerta rispetto alla prestazione invece oggettivamente incerta della controparte».

⁽²¹⁴⁾ Cass., 25 febbraio 1993, n. 2338, cit.; Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, cit., ove la Corte precisa: «una prestazione eccessivamente onerosa in linea astratta può non esserla in concreto, perché l'onerosità è ricompresa nell'alea normale e cioè in quella implicita nell'assetto di interessi voluto dalle parti. In ordine al contratto di borsa a termine a premio (*dont*) di cui è causa, la tesi assolutamente prevalente in dottrina, che questa corte condivide, è che esso sia un contratto ad alea normale illimitata, per cui qualsiasi limite quantitativo della supposta eccessiva onerosità è irrilevante, se essa dipende da eventi che devono essere presi in considerazione come prevedibili da tutti i soggetti che intendono operare in borsa; eventi agli effetti dei quali tali operatori non possono pretendere di sottrarsi mai, qualunque sia il loro sacrificio economico. Il contratto *de quo* non è aleatorio nel senso di cui all'art. 1469 c.c. perché si tratta di un contratto commutativo, essendo ben individuate nello stesso la natura e la quantità delle prestazioni, la loro scadenza e la loro concreta esigibilità, e non essendovi quindi incertezza sull'*an* e sul *quantum* dei suoi effetti giuridici, dipendenti non da un rischio esterno, ma dal diritto potestativo di scelta attribuito ad una parte. L'alea normale non è un rischio giuridico (ai sensi dell'art. 1469), ma un rischio economico che incide sul valore della prestazione, in dipendenza di eventi non straordinari o non imprevedibili. Nel contratto a premio *dont* tale alea è illimitata, perché il rischio dell'oscillazione del valore dei titoli, in qualunque misura, è ricompreso nella previsione delle parti, le quali appunto adottano un sistema di delimitazione di esso, mediante il premio ». Nello stesso senso anche App. Genova, 9 maggio 1984, in *Foro it.*, 1985, I, c. 266; Trib. Savona, 17 gennaio 1983, in *Dir. e giur.*, 1984, p. 190 ss., con nota di MIOLA, ove i contratti di borsa in generale vengono qualificati ad alea normale illimitata. Si segnala anche, nel senso dell'esclusione della natura aleatoria del contratto *dont*, sia pure in forma meno esplicita, Cass., 20 marzo 1998, n. 2927, in *Giust. civ.*, 1998, I, p. 2613, con nota di COSTANZA: «il contratto a premio cosiddetto *dont*, ovvero a facoltà semplice è il contratto di borsa con il quale uno dei contraenti si riserva la facoltà di modificare, pagando per questo un premio all'altro contraente, il contenuto del rapporto. Egli può entro un certo termine, stabilito dagli usi di borsa, scegliere tra il ritiro di titoli preventivamente identificati nel loro ammontare al prezzo che matureranno, maggiorato del premio, oppure di abbandonare il premio senza compiere alcun acquisto. In definitiva il premista sa fin dall'inizio del rapporto quale è il rischio

rischio di oscillazione del prezzo dei titoli, per qualsiasi causa dovuto, rientra nella cosiddetta alea normale del tipo contrattuale (di cui all'art. 1467 c.c.) e del contratto in concreto perfezionato dalle parti perché ci si trova di fronte ad un rischio collegato soltanto alle variazioni di valore del bene oggetto della prestazione, e quindi di fronte ad un rischio puramente economico ⁽²¹⁵⁾. Si parla frequentemente, in questo caso, di «alea normale illimitata» e qualsiasi limite quantitativo della supposta eccessiva onerosità viene considerato irrilevante in quanto dipendente da eventi che devono essere presi in considerazione come prevedibili da tutti i soggetti che intendono operare in borsa ⁽²¹⁶⁾. Si considerano ad alea illimitata, in particolare, «quei contratti nei quali è normale la

che affronta per la ipotesi che il prezzo di acquisto eventuale non sia conveniente (cfr. Cass. n. 4825 del 1987)».

⁽²¹⁵⁾ GABRIELLI, *ibidem*; SERRA, *Note in tema di aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, II, p. 450 ss.; SCALFI, voce *Alea*, cit., p. 258; Cass., 5 gennaio 1983, n. 1, in *Giur. it.*, 1983, I, 1, p. 718.

⁽²¹⁶⁾ Cass., 25 febbraio 1993, n. 2338; Cass., 4 agosto 1988, n. 4825; Trib. Savona, 17 gennaio 1983, cit.; App. Genova, 9 maggio 1984, cit.; GAMBINO, *L'assicurazione*, cit., p. 84; BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa*, cit., p. 384; TERRANOVA, *L'eccessiva onerosità nei contratti*, in *Il codice civile Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1995, pp. 173-174; SCALFI, *Corrispettività e alea*, cit., p. 140; AULETTA, *Risoluzione e rescissione dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, p. 173; DI GIANDOMENICO, in DI GIANDOMENICO-RICCIO, *I contratti speciali - I contratti aleatori*, cit., p. 117, il quale ritiene che per aversi contratto aleatorio siano necessari sia l'elemento funzionale (e cioè il fine del lucro incerto) sia quello strutturale (ossia l'indeterminatezza delle prestazioni) ed afferma che sono negozi ad alea illimitata quelli nei quali l'oscillazione del valore delle prestazioni per le particolarità proprie di taluni di essi e per quelle dell'ambiente in cui sono posti in essere può giungere sino all'infinito senza che, per questo, i negozi medesimi divengano aleatori; DALMARTELLO, *Adempimento e inadempimento nel contratto di riporto*, cit., p. 333, in relazione al contratto di riporto; SERRA, *Note cit.*, p. 454, il quale definisce i contratti di borsa «ad alea normale illimitata», considerando come ogni variazione di prezzo (sino all'ipotetico valore zero) risulta per gli operatori sempre prevedibile e circoscrivibile proprio con il ricorso agli strumenti negoziali elaborati dalla tecnica del mercato (controoperazioni, proroghe delle scadenze contrattuali e simili). Al più potrà dirsi, secondo questo A., che possono esservi momenti in cui la possibilità di limitare le perdite risulta più gravosa ma non certo che la stessa risulti estranea all'alea normale e, come tale imprevedibile. In effetti vi è, in questi contratti, un ampliamento dell'area del rischio contrattuale che, però, non ne caratterizza strutturalmente lo schema negoziale ed incide semplicemente sul valore dell'oggetto della prestazione.

possibilità del verificarsi, in breve periodo di tempo, di amplissime *variazioni di valore della prestazione* distintiva del negozio» ⁽²¹⁷⁾.

La conseguenza è che, nei casi di contratti nella cui alea normale rientra il rischio di oscillazione dei titoli, la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta non potrà essere fatta valere non già perché si sia in presenza di un contratto aleatorio (e dunque in virtù dell'art. 1469 c.c.), bensì in quanto l'eventuale sopravvenuta onerosità rientra nella cosiddetta alea normale del contratto (e pertanto per effetto del secondo comma dell'art. 1467 c.c.) ⁽²¹⁸⁾: a differenza che nei contratti aleatori, invece, nei contratti ad alea normale illimitata, ove ne sussistano i presupposti, resterà applicabile il rimedio della rescissione.

4. *L'esercizio del diritto da parte del portatore del warrant*

È compito dell'emittente, attraverso il regolamento di emissione dei *warrants*, disciplinare le modalità formali e temporali per l'esercizio del diritto in essi incorporato.

Per ciò che attiene al periodo per l'esercizio di tale diritto il regolamento può prevedere che esso avvenga a una determinata scadenza o in periodi predeterminati (opzione di tipo europeo) oppure in ogni momento entro un certo termine dilazionato (opzione di tipo americano) ⁽²¹⁹⁾.

Per quanto attiene alla forma richiesta al fine di esercitare il diritto sotteso al *warrant*, tutti i regolamenti, sia pure con modalità diverse, prevedono che il portatore del *warrant* che decida di esercitare il proprio diritto debba consegnare all'emittente o

⁽²¹⁷⁾ GAMBINO, *L'assicurazione cit.*, p. 84.

⁽²¹⁸⁾ Così conclude anche CERIO, *Warrants ecc.*, cit., p. 271.

⁽²¹⁹⁾ Cfr., ad es., tra i molti, RUSSO, *Il warrant*, cit., p. 883, nota 1; CUCINOTTA, *I warrant: schema di analisi e ipotesi di utilizzo nel mercato finanziario italiano*, cit., p. 1044-1045.

ad altro soggetto da esso designato (le c.d. «casse incaricate») un apposito modulo predisposto dall'emittente, unitamente al *warrant* medesimo. I regolamenti, inoltre, generalmente richiedono che al momento dell'esercizio del proprio diritto il portatore del *warrant* esegua la propria obbligazione relativa al pagamento del prezzo di esercizio dell'opzione.

Giova qui osservare che, sebbene il modulo consegnato all'atto dell'esercizio del diritto incorporato nel *warrant* venga generalmente denominato «richiesta di sottoscrizione» o simili, una simile dicitura non deve trarre in inganno. In tutti i casi nei quali può ritenersi che l'investitore abbia stipulato con la società emittente un patto di opzione (ciò che, come si è visto, accade nella grande maggioranza dei casi), infatti, l'esercizio del diritto da parte del portatore del *warrant* si traduce in una dichiarazione di accettazione del contratto (di sottoscrizione e/o di compravendita) cui l'opzione si riferisce: la «richiesta di sottoscrizione», pertanto, non è una proposta che presuppone la necessità di un'ulteriore accettazione da parte dell'emittente, ma è, al contrario, l'accettazione della proposta contrattuale già formulata dall'emittente medesimo.

Si discute, invece, se la compilazione del modulo e la contestuale consegna del *warrant*, se previste dal regolamento, debbano essere ricondotte alle «forme convenzionali» indicate dall'art. 1352 c.c. per la valida conclusione del contratto ovvero a quelle necessarie per l'efficacia dell'accettazione ai sensi del quarto comma dell'art. 1326 c.c. ⁽²²⁰⁾: resta fermo, in ogni caso, che il mancato rispetto delle predette formalità impedisce la valida formazione del contratto di sottoscrizione e/o compravendita cui l'opzione si riferisce. Ad analoga conclusione deve pervenirsi per ciò che attiene alla richiesta di contestuale versamento del prezzo di esercizio quando essa viene qualificata dal regolamento quale condizione per il perfezionamento del contratto, permeando così

⁽²²⁰⁾ CESÀRO, *Opzione nel contratto*, in *Enciclopedia del diritto*, Varese, 1980, p. 571; GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento del capitale*, cit., p. 225.

di un connotato di realtà la stipula del contratto di sottoscrizione e/o di compravendita⁽²²¹⁾.

La consegna dei *warrants* all'atto dell'esercizio del diritto in essi incorporato, invece, da un lato consente all'emittente di controllare la legittimazione del portatore, secondo quanto previsto dall'art. 1992 c.c., dall'altro consente all'emittente la eliminazione dalla circolazione del *warrant*⁽²²²⁾.

Il regolamento di emissione dei *warrants*, infine, dovrà prevedere le modalità relative al rilascio dei certificati azionari a coloro che abbiano esercitato il diritto incorporato nei *warrants*. In assenza di un'apposita previsione, in ogni caso, si è ritenuta applicabile la disciplina prevista in tema di obbligazioni convertibili dal terzo comma dell'art. 2420 *bis* c.c., sicché la società sarebbe legittimata a rinviare l'emissione delle azioni sino al primo mese del semestre successivo a quello in cui sia stata esercitata l'opzione, pur con la precisazione che in determinate situazioni, laddove sia impellente l'esigenza di legittimare all'esercizio dei diritti sociali coloro che abbiano esercitato il loro diritto di opzione, la società sarebbe obbligata, in virtù del principio di buona fede, alla tempestiva emissione delle azioni⁽²²³⁾.

⁽²²¹⁾ GUERRERA, *I warrants* cit., p. 226.

⁽²²²⁾ IDEM, *op. cit.*, p. 225.

⁽²²³⁾ IDEM, *op. cit.*, p. 232.

CAPITOLO IV

LA TUTELA DEI PORTATORI DI WARRANTS

SOMMARIO: 1. La rilevanza del problema. – 2. Il regolamento di Borsa Italiana s.p.a. e l'esperienza straniera. – 3. Gli aumenti di capitale a titolo oneroso e le emissioni di obbligazioni convertibili in pendenza del termine per l'esercizio dei *warrants*. – 3.(a) Disciplina generale. – 3.(b) Il rispetto del regolamento di Borsa Italiana s.p.a. sotto il profilo formale e sostanziale e la vessatorietà delle clausole da esso difformi. – 3.(c) Sulla risolubilità del contratto di opzione sotteso ai *warrants* in caso di inadempimento dell'emittente quando il corrispettivo sia implicito nel prezzo dei titoli a cui i *warrants* siano stati abbinati. – 4. Gli aumenti di capitale gratuiti. – 5. Le fusioni e le scissioni. – 6. La riduzione del capitale per perdite, la riduzione volontaria del capitale esuberante, la modifica delle disposizioni statutarie concernenti la ripartizione degli utili ed il raggruppamento o frazionamento delle azioni. – 7. Altre operazioni potenzialmente pregiudizievoli per i portatori di *warrants*.

1. La rilevanza del problema

Un aspetto particolarmente delicato, dal quale non è possibile prescindere in uno studio dedicato ai *warrants*, è quello relativo alla tutela dei portatori di questi titoli durante il periodo (che può protrarsi per diversi anni) in cui pende il diritto ad esercitare il diritto in essi menzionato. Le naturali esigenze della società emittente i titoli di compendio, che deve rimanere libera di assumere discrezionalmente le decisioni più adeguate per il proprio sviluppo (ivi incluse le operazioni sul capitale e quelle modificative dell'atto costitutivo), debbono infatti essere temperate con l'interesse dei portatori dei *warrants* a non vedere ingiustamente sacrificati i propri diritti. Nel compiere tale valutazione, peraltro, si dovrà tenere conto del fatto che «rispetto ad un comune vincolo preliminare, il rapporto derivante dall'emissione del *warrant* presenta una più spiccata sensibilità alle sopravvenienze contrattuali, in considerazione del fatto

che l'opzione subisce immediate ripercussioni in conseguenza delle vicende (aziendali, societarie o di mercato) che incidono sul valore e/o sulle caratteristiche delle partecipazioni azionarie»⁽²²⁴⁾.

Nel panorama giurisprudenziale italiano, per quanto mi è noto, esistono due soli precedenti che si occupano di questo problema. La prima pronuncia è stata emessa dal Tribunale di Genova il 28 marzo 2001⁽²²⁵⁾ in relazione ad un'emissione di *warrants* che attribuivano il diritto ad acquistare azioni di risparmio. In quel caso il Tribunale ha ritenuto che la revoca della quotazione dei titoli di compendio imposta dalla Consob per mancanza del flottante in data precedente alla scadenza dei termini finali per l'esercizio dei *warrants* non poteva essere considerata come un *factum principis* idoneo ad escludere la responsabilità dell'emittente: tale revoca, infatti, era la conseguenza necessaria di una precisa scelta dell'emittente (o, per meglio dire, del suo socio di maggioranza), che avrebbe potuto evitare questo provvedimento adottando una possibile diversa soluzione, consistente, nella fattispecie, nel mantenimento di un sufficiente grado di diffusione dei titoli⁽²²⁶⁾. Conseguentemente, l'anticipazione del termine per l'esercizio del diritto di opzione, disposta unilateralmente dall'emittente dopo il provvedimento della Consob, avrebbe dovuto essere adottata solo dopo aver ottenuto il consenso di tutti i portatori dei *warrants*, pena l'inadempimento al patto di emissione⁽²²⁷⁾.

La seconda pronuncia, più recente, è quella del Tribunale di Ivrea del 1° settembre 2005, alla quale si è già più volte fatto riferimento e che, con motivazione censurabile sotto diversi profili, ha affermato che «a fronte di un aumento di capitale,

⁽²²⁴⁾ GUERRERA, *I warrants* cit., p. 240.

⁽²²⁵⁾ Tribunale di Genova, 28 marzo 2001, in *Società*, 2002, 498, con nota di Pericu.

⁽²²⁶⁾ Come correttamente rilevato da Pericu nella nota a commento di questa pronuncia, l'obbligo di OPA residuale, per chi abbia avuto la volontà e l'interesse di rendersi *dominus* della quotata, si evidenzia come obbligo alternativo al mantenimento di un sufficiente grado di diffusione dei titoli, e dunque di un mercato regolare.

⁽²²⁷⁾ Così ancora Pericu a p. 502 della nota a commento della pronuncia in esame.

ovvero di altre operazioni straordinarie eseguite dalla società emittente, in pendenza del periodo di esercizio di un *warrant* azionario assegnato gratuitamente, l'eventuale diluizione del valore economico della partecipazione rappresenta un effetto naturale, rispetto al quale il titolare del *warrant* è sufficientemente tutelato attraverso la clausola, prevista dal regolamento di emissione, di rettifica automatica al ribasso del prezzo di riscatto (c.d. *strike price*), sì che deve considerarsi inammissibile la relativa domanda di risoluzione per inadempimento» e, ancora, che «il principio di buona fede nell'esecuzione del contratto non può comportare l'obbligo della società emittente il *warrant* di modificare gli impegni contrattuali assunti (nella specie, la modificazione del prezzo di esercizio dell'opzione o la proroga del termine di scadenza, come richiesto dagli attori, avrebbe comportato la violazione del principio di parità di trattamento ai danni di chi avesse esercitato il diritto conformemente a quanto previsto dal regolamento)».

2. *Il regolamento di Borsa Italiana s.p.a. e l'esperienza straniera*

Nella parte introduttiva è già stato ricordato che in Italia la borsa dalla fine degli anni '90 è gestita da una società di diritto privato denominata Borsa Italiana s.p.a., la quale è priva di poteri di normazione. È già stato segnalato, inoltre, che al regolamento di borsa da essa predisposto viene generalmente riconosciuta la natura di condizioni generali di contratto, che assumono il carattere vincolante per gli operatori di borsa all'atto della loro sottoscrizione della domanda di ammissione alle negoziazioni.

Orbene, preme qui evidenziare che il secondo comma dell'art. 2.2.12 del «Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.», per ammettere alla quotazione i *warrants*, richiede che «sia prevista a livello regolamentare l'effettuazione di rettifiche in occasione di eventi di natura straordinaria che riguardano

l'emittente le azioni derivanti dall'esercizio dei *warrant*. Le **rettifiche** devono essere informate a metodologie di generale accettazione e **tendere a neutralizzare il più possibile gli effetti distorsivi dell'evento**».

Il primo comma dell'art. IA.9.1.8 («Rettifica dei contratti di opzione su azioni») delle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a. indica una serie di operazioni, frequentemente realizzate dall'emittente dei titoli di compendio, potenzialmente idonee a ledere i diritti dei portatori dei *warrants*: esse vengono individuate nelle a) operazioni di raggruppamento e frazionamento delle azioni sottostanti il contratto; b) operazioni di aumento gratuito del capitale ed operazioni di aumento di capitale a pagamento con emissione di nuove azioni della stessa categoria di quelle sottostanti il contratto di opzione; c) operazioni di aumento di capitale a pagamento con emissione di azioni di categoria diversa da quelle sottostanti il contratto di opzione, di azioni con *warrant*, di obbligazioni convertibili e di obbligazioni convertibili con *warrant*; d) operazioni di fusione e di scissione di società emittenti le azioni sottostanti il contratto; e) operazioni di conversione delle azioni in altra categoria di azioni; f) distribuzione di dividendi straordinari.

La sopra ricordata indicazione del Regolamento di Borsa Italiana circa la necessità di prevedere delle rettifiche per neutralizzare il più possibile gli effetti distorsivi delle operazioni individuate nel primo comma dell'art. IA.9.1.8 delle Istruzioni al Regolamento medesimo si pone in linea con la soluzione offerta al problema nei paesi a tradizione giuridica affine alla nostra, ove i diritti dei portatori dei *warrants* vengono attentamente salvaguardati in caso di operazioni sul capitale della società emittente. Qualora dunque non si riconoscesse a tale soluzione una sostanziale natura vincolante per l'emittente dei *warrants* anche a favore dei portatori dei titoli (e non solo nei confronti di Borsa Italiana s.p.a.), si determinerebbe un pericoloso isolamento del nostro paese foriero di gravi conseguenze economiche. Per la stessa ragione, inoltre, appare necessario estendere detta tutela, in virtù dell'applicazione del

generale principio di buona fede, anche ai casi di emissioni di *warrants* che non siano stati fatti oggetto di quotazione.

Solo per fare alcuni esempi può osservarsi che in **Francia** la questione era disciplinata già dall'art. 194-5 della l. 24 luglio 1966, n. 537 (legge fondamentale sulle società), come novellata dalla l. 3 gennaio 1983, n. 1⁽²²⁸⁾: detta norma è stata riprodotta nell'attuale art. L. 225-154 del *code de commerce* del 2000, al quale l'art. L. 212-7 del *code monétaire et financier* (anch'esso del 2000) fa integrale rinvio per tutta la disciplina dei *bons de souscription d'actions*⁽²²⁹⁾. Orbene, l'art. L. 225-154 del *code de commerce* prevede che, in pendenza del termine per l'esercizio delle opzioni, l'emissione di nuove azioni può avvenire solo a condizione di preservare i diritti dei titolari dei diritti di opzione: la società in questi casi deve pertanto permettere ai titolari dei *warrants* che esercitino il proprio diritto di opzione di sottoscrivere le azioni alle medesime quantità o proporzioni ed alle medesime condizioni degli azionisti e, ove i titoli diano diritto ad acquistare azioni quotate, il contratto di emissione può prevedere, in alternativa alle misure appena menzionate, un adeguamento delle condizioni per l'esercizio dell'opzione tenendo conto dell'aumento di capitale secondo modalità fissate con decreto dal *Conseil d'Etat* e sotto il controllo della *Commission des opérations de bourse* (oggi *Autorité des marchés financiers*).

⁽²²⁸⁾ BONNEAU-DRUMMOND, *op. cit.*, Paris, 2005, p. 110; CAMPOBASSO, *Le obbligazioni con warrants*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo-Portale, Torino, 1988, vol. 5, 16; GUYÉNOT-DESURVIRE-SALERNO, *Le bons de souscription d'actions: un nouveau produit financier*, cit., p. 1131 ss.; CLARIZIA, *Le obbligazioni di società*, nel *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, Torino, 1985, vol. 16, p. 627 ss., nota 39. La legge del 1983, in particolare, introdusse nella legge sulle società gli artt. da 194-1 a 194-11 e, con essi, le *obligations avec bons de souscription d'actions*, ossia le obbligazioni con buoni di sottoscrizione di azioni da emettersi da parte della stessa società o della sua controllante.

⁽²²⁹⁾ L'art. L. 212-7 del *code monétaire et financier* del 2000, intitolato «*Obligations avec bons de souscription d'actions*», prevede che «*les règles concernant l'émission d'obligations avec bons de souscriptions d'actions sont fixées par les articles L. 225-150 à L. 225-158 du code de commerce*».

Analoga tutela si riscontra in **Belgio**, dove agli artt. 496 ss del *code des sociétés*, entrato in vigore nel febbraio 2001, è contenuta una espressa disciplina sui «*droits de souscription d'actions, isolés ou attachés à un autre titre*» (che riprende peraltro la disciplina di cui alla l. 23 luglio 1962 e di cui, successivamente, al *code de commerce*)⁽²³⁰⁾ e, all'art. 501, viene proibita ogni operazione idonea a danneggiare i diritti dei portatori dei titoli con la precisazione che, in caso di delibere di aumento di capitale a pagamento, potrà essere concessa una eccezione al divieto generale solo a condizione che ai portatori dei titoli venga concesso il diritto di opzione di sottoscrivere le azioni alle medesime quantità o porzioni ed alle medesime condizioni degli azionisti.

Parimenti, in **Germania**, già in passato, pur mancando un'apposita norma di legge, l'elaborazione dottrinale, invocando il principio di buona fede di cui al § 242 BGB e applicando analogicamente il § 216 Abs. 3 dell'AktG che sancisce il principio dell'intangibilità dei diritti negoziali dei terzi verso la società in caso di aumenti di capitale a titolo gratuito, ha ritenuto possibile, anche in caso di aumenti di capitale a pagamento, imporre alla società emittente un dovere di adeguamento dei diritti incorporati nei titoli di investimento, pregiudicati dall'operazione sul capitale⁽²³¹⁾:

⁽²³⁰⁾ COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 85.

⁽²³¹⁾ Per un'applicazione analogica del § 216 Abs. 3 dell'AktG anche nei casi di aumento di capitale a pagamento, VOLHARD, in AA.VV., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 6, 2005, p. 879, il quale per l'ipotesi dell'aumento di capitale gratuito (la cui disciplina estende a quello a pagamento) propone un meccanismo di adeguamento che garantisce al portatore del diritto di opzione di ottenere un numero di azioni maggiore a fronte del pagamento del prezzo di esercizio dell'opzione originariamente previsto; KÖHLER, *Kapitalerhöhung und vertragliche Gewinnbeteiligung*, in *Aktiengesellschaft*, 1984, p. 198 ss.; HEFEMEHL-BUNGEROTH, in Geßler-Hefemehl-Eckardt-Kropff, *Kommentar zum Aktiengesetz*, München 1994 p. 341 ss.. Ancora per l'applicazione analogica del § 216 AktG, con riguardo ai diversi strumenti legati ai risultati della società il cui valore può essere modificato da operazioni sul capitale della società, KOPPENSTEINER, *Ordentliche Kapitalerhöhungen und dividendenabhängige Ansprüche Dritter*, in *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 1975, p. 197-198; VOLLMER, in *Genußschein – ein Instrument für mittelständische Unternehmen zur Eigenkapitalbeschaffung an der Börse*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 1983, p. 464-465; KALLRATH, in *Die Inhaltskontrolle*

un'ulteriore conferma dell'obbligo di adeguamento da parte della società emittente è recentemente derivata dalla riforma tedesca della disciplina delle obbligazioni contrattuali, entrata in vigore il 1° gennaio 2002, posto che il nuovo § 313 BGB, inserito nel sottotitolo «*adeguamento e scioglimento dei contratti*» e intitolato «*l'alterazione del fondamento negoziale*», ha introdotto la disciplina sull'*hardship*, che prevede per ciascuna delle parti la possibilità di chiedere un adeguamento del contratto qualora successivamente alla sua conclusione si verificano gravi modifiche delle circostanze poste a fondamento del contratto medesimo ⁽²³²⁾.

der Wertpapierbedingungen, 1994, p. 164 ss. Per i riferimenti alle soluzioni offerte in Francia e Germania si veda anche GUERRERA, *I warrants ecc.*, cit., p. 261-262, nota 88, il quale, per ciò che concerne la Germania, ricorda che «interessanti proposte di soluzione sono giunte dalla letteratura economica tedesca: WELCKER, in *Kapitalverwässerungsschutz von Wandelobligationären bei Aktienemissionen unter Börsenkurs*, Darmstadt, 1970, p. 17 ss. ha suggerito un metodo di aggiustamento delle condizioni di opzione consistente nel contemporaneo decremento del prezzo di esercizio ed aumento del numero di azioni optabili, in funzione del prezzo di negoziazione dei «diritti»; LUDWIG, *Verwässerungsschutzklauseln bei Wandelschuldverschreibungen*, in *Kredit und Kapital*, 1977, p. 105 ss., ha proposto una tecnica combinata di riduzione del prezzo di esercizio e di attribuzione di una quota di diritti di opzione sulle nuove azioni. JANNSEN, *Bedeutung und Ausstattung von Wandel und Optionsanleihen*, cit., p. 184 ss. ha peraltro messo in luce come entrambi questi metodi, pur attingendo teoricamente un grado di protezione molto elevato, incorrono in notevoli ostacoli giuridici e difficoltà applicative e appaiono oltretutto difficilmente comprensibili alla massa degli investitori. Di qui la proposta di un radicale cambiamento di prospettiva, che consisterebbe nell'assicurare ai portatori di titoli opzionali - anziché un aggiustamento delle condizioni di esercizio fondato su un ipotetico fattore di diluizione - un puro e semplice indennizzo in denaro commisurato alla differenza fra l'ultima quotazione dei predetti titoli e la loro quotazione media, durante il periodo di negoziazione dei «diritti»».

⁽²³²⁾ Nel senso, indicato nel testo, della riconduzione del dovere di adeguamento al § 313 BGB, anche HÜFFER, in *Beck'sche Kurz-Kommentare*, Band 53, Aktiengesetz, München, 2006, pp. 1087-1088, il quale non condivide, invece, l'applicazione in via analogica del 3° comma del § 216 dell'AktG (p. 1087 e p. 1116) e ritiene preferibile pervenire ad una soluzione attraverso l'applicazione dei principi della *ergänzende Vertragsauslegung* (l'interpretazione integrativa): quest'ultima trova i propri riferimenti normativi nei § 157 e 242 BGB, che affermano rispettivamente che i contratti devono essere interpretati ed eseguiti secondo buona fede avendo riguardo agli usi del commercio. Per l'applicazione dei principi della *ergänzende Vertragsauslegung* già KRIEGER, in *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, München, 1999, p. 753-754 e p. 859, il quale osserva che l'eventuale annacquamento conseguente ad un aumento di capitale può essere scongiurato attraverso la previsione della concessione ai titolari dei diritti di opzione di un diritto di opzione analogo a quello spettante agli azionisti sulle azioni

Analoga tutela, in assenza di una espressa disposizione normativa, viene prestata in **Austria**, ove, in virtù del principio della *ergänzende Vertragsauslegung* (l'interpretazione integrativa), si ritiene che in caso di aumento di capitale a titolo oneroso il titolare del diritto di opzione debba essere tutelato mediante un adeguamento delle condizioni per l'esercizio dell'opzione ⁽²³³⁾.

In **Spagna**, ancora, il Real Decreto 27 marzo 1992, n. 291 sulle *emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, come modificato dal Real Decreto 7 dicembre 1998, n. 2590, riferendosi agli strumenti, diversi dalle obbligazioni convertibili, che conferiscono al portatore l'opzione di acquistare altri titoli, all'art. 19 dichiara applicabili a tali strumenti la disciplina dettata nella *Ley de sociedades anónimas* a favore degli obbligazionisti con diritto di conversione ⁽²³⁴⁾ e dunque riconosce che, in

di nuova emissione derivanti dall'aumento di capitale; ove questo non accada, l'emittente dovrà ridurre il prezzo di esercizio dell'opzione e, in casi eccezionali, liquidare un indennizzo ai portatori del diritto di opzione; detto A., peraltro, riferisce che la soluzione della riduzione del prezzo di esercizio dell'opzione da lui condivisa corrisponde all'opinione della dottrina dominante, citando, sul punto, tra gli altri, KORULLUS, in *Kommentar zum Aktiengesetz* a cura di Geßler-Hefemehl-Eckardt-Kropff, München, 1994, Band 4, § 221, p. 83; HEFEMEHL-BUNGEROTH, in *Kommentar zum Aktiengesetz*, cit., p. 344, il quale, in realtà, ritiene che la soluzione più ovvia sia quella di concedere ai creditori un numero maggiore di azioni; ZÖLLNER, *Die Anpassung dividendensatzbezogener Verpflichtungen von Kapitalgesellschaften bei effektiver Kapitalerhöhung*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 1986, p. 288 e p. 305; HABERSACK, *Genußrechte und sorgfaltswidrige Geschäftsführung* in *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 1991, p. 389, che per il caso di aumento di capitale a pagamento propone un adeguamento o un indennizzo a favore dei portatori dei titoli. Per l'applicabilità del 3° comma del § 216 dell'AktG anche alle ipotesi di aumento di capitale a pagamento si veda anche LUTTER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1995, Band 5/1, § 216, 29, p. 499 nonché § 221, 124, p. 557, il quale registra l'importanza decisiva che oggi viene attribuita al principio espresso dal terzo comma del § 216 Aktg e propone di procedere all'adeguamento o con la concessione di un maggior numero di azioni o con una riduzione del prezzo di esercizio dell'opzione. Sulla riforma tedesca della disciplina delle obbligazioni contrattuali v. MEMMO, *Il nuovo modello tedesco della responsabilità per inadempimento delle obbligazioni*, in *Contratto e impresa*, 2004, p. 797 ss., ove, a p. 821, si affronta la nuova disciplina del § 313 BGB.

⁽²³³⁾ NOWOTNY, *Wandel- und Optionsanleihen in Österreich*, in *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, cit., p. 180 e p. 189.

⁽²³⁴⁾ Il secondo comma dell'art. 19 del Real Decreto 27 marzo 1992, n. 291 recita infatti quanto segue: « (...) *En todos los casos en que la opción dé derecho a la adquisición de*

caso di aumenti di capitale a pagamento, vi è un obbligo di attribuire ai portatori dei *warrants* un diritto di opzione su azioni o obbligazioni convertibili di nuova emissione mentre in caso di aumenti di capitale a titolo gratuito deve essere prevista una clausola antidiluizione.

Anche in **Portogallo**, infine, il *Código das Sociedades Comerciais* prevede che l'aumento di capitale a pagamento in pendenza del termine per l'esercizio del diritto di opzione è legittimo solo se ai portatori dei *warrants* vengono garantiti diritti uguali a quelli concessi agli azionisti (artt. 368, comma 3°, richiamato dall'art. 372, comma 5°).

Tornando a volgere lo sguardo all'ordinamento italiano, appare proficuo esaminare ora partitamente le varie operazioni astrattamente idonee a pregiudicare i diritti dei portatori dei *warrants* per individuare quali siano, in relazione a ciascuna di esse, le tecniche più adeguate a raggiungere il giusto equilibrio tra la necessità di salvaguardare il potere di autogoverno della società emittente i titoli di compendio e l'esigenza di tutelare gli investitori da possibili abusi da parte della emittente medesima.

3. *Gli aumenti di capitale a titolo oneroso e le emissioni di obbligazioni convertibili in pendenza del termine per l'esercizio dei warrants*

3.(a) Disciplina generale

Molte delle operazioni sul capitale della società appaiono (quanto meno astrattamente) idonee ad incidere sul valore delle azioni e, conseguentemente, a pregiudicare le aspettative dei portatori dei *warrants*. Nell'ipotesi in cui durante il

acciones pendientes de emisión, deberán recogerse reglas de igual contenido que las previstas para las obligaciones convertibles en el artículo 293, y en los números 2, segundo párrafo, y 3 del artículo 294 de la Ley de Sociedades Anónimas».

periodo per l'esercizio dell'opzione l'emittente delle azioni di compendio decidesse di deliberare un aumento di capitale in assenza di idonei meccanismi di adeguamento, il portatore di *warrants* vedrebbe inevitabilmente ridursi, in termini percentuali, la partecipazione al capitale sociale alla quale credeva di aver acquisito il diritto, mentre – per atto dell'emittente e non già per effetto del naturale andamento del mercato – verrebbe artificialmente aumentato il rischio che l'esercizio del diritto di opzione si riveli poco o per nulla conveniente al momento dello scadere del termine. In relazione a tale ipotesi l'unico precedente giurisprudenziale è quello, più volte richiamato, del Trib. Ivrea, 1° settembre 2005 (che si riferisce, peraltro, ad un'ipotesi in cui formalmente era previsto un meccanismo di rettifica, sia pure inadeguato, a favore dei portatori dei *warrants*), mentre la dottrina appare divisa circa la possibilità di una applicazione analogica del primo comma dell'art. 2441 c.c. ⁽²³⁵⁾, il quale prevede che, nel caso in cui vengano deliberati aumenti di capitale (o emesse nuove obbligazioni convertibili) mentre pende il diritto di conversione dei titolari di obbligazioni convertibili in precedenza emesse, questi ultimi hanno il diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio.

Secondo parte della dottrina, infatti, detta disposizione dovrebbe essere applicata analogicamente ai titolari dei *warrants* in quanto la loro posizione giuridica sarebbe pienamente assimilabile a quella del portatore di obbligazioni convertibili, atteso che anche essi vantano un diritto a divenire futuri soci e, pertanto, condividerebbero con i titolari di obbligazioni convertibili la stessa esigenza di evitare che, come futuri azionisti, abbiano a soffrire di modificazioni della struttura sociale che diminuiscano i loro diritti patrimoniali, modificazioni intervenute prima dell'acquisto delle azioni ⁽²³⁶⁾.

⁽²³⁵⁾ Di tale dibattito dà atto MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 20, il quale, tuttavia, non prende una posizione al riguardo.

⁽²³⁶⁾ ALESSI, *Warrants e diritto di opzione*, in *Impresa commerciale – industriale*, 1987, p. 2353 ss.

Secondo altra parte della dottrina, nonché secondo la prassi societaria, invece, l'art. 2441, comma 1° del codice civile, in quanto norma eccezionale, volta a introdurre una limitazione quantitativa del diritto di opzione dei soci, non è suscettibile di applicazione analogica, sicché dovrebbe escludersi che ai portatori di *warrants* spetti un diritto di opzione sulle azioni emesse durante il periodo di validità del *warrant* ⁽²³⁷⁾.

I regolamenti di emissione relativi ai *warrants* quotati, in ogni caso, in virtù del sopra richiamato art. 2.2.12 del «Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.», debbono necessariamente prevedere dei meccanismi di adeguamento per l'ipotesi di aumenti di capitale deliberati in pendenza dell'esercizio del diritto spettante ai portatori dei *warrants*. Il primo comma dell'art. IA.9.1.8 («Rettifica dei contratti di opzione su azioni») delle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., in particolare, per tutte le operazioni idonee a ledere i diritti dei portatori dei *warrants* prevede che, al fine di «contenere gli effetti distorsivi dell'evento», la necessaria rettifica possa essere operata su uno o più dei seguenti

⁽²³⁷⁾ RUSSO, *Il warrant*, cit., p. 884; GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 252 ss., il quale peraltro ritiene che, anche a livello contrattuale, tra tutte le soluzioni possibili per evitare il pregiudizio dei portatori dei *warrants*, quella che consiste nell'offerta in opzione delle nuove azioni ai titolari di diritti negoziali di sottoscrizione mostra il fondamento razionale forse più incerto e criticabile. L'a., inoltre, facendo propria la critica sollevata nella dottrina tedesca da Jannsen, osserva che l'attribuzione del diritto di opzione in funzione compensativa prescinde, per definizione, dalla commisurazione della perdita subita dal titolare dei diritti di sottoscrizione o conversione, per effetto della nuova emissione, sicché, soprattutto quando tali diritti presentino un ridotto valore intrinseco in dipendenza del rapporto tra prezzo di esercizio e prezzo corrente dell'azione, tale tecnica può comportare vistosi e assolutamente ingiustificati spostamenti patrimoniali a favore dei titolari degli stessi e in danno degli azionisti. L'art. 2441, comma 1°, in generale, è considerato norma eccezionale, non suscettibile di applicazione analogica, anche da BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, cit., p. 270, il quale, tuttavia, con riguardo alle obbligazioni con *warrants* a p. 282 afferma di ritenere possibile l'applicazione analogica nel caso in cui il soggetto emittente le azioni coincida con quello emittente le obbligazioni con *warrants* o con quello emittente i *warrants*; CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società*, Trattato diretto da Francesco Galgano, Torino, 2002, p. 249, la quale a p. 73 ricorda anche che la prassi societaria esclude il diritto di opzione per il titolare di *warrants*; nello stesso senso già MARCHETTI, *Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, cit., p. 232.

elementi: il prezzo di esercizio, il numero di azioni sottostanti, la tipologia delle azioni da consegnare e il numero delle posizioni in contratti, determinando un coefficiente di rettifica sulla base delle regole di generale accettazione. Nella prassi viene adottato il coefficiente di rettifica elaborato dall'Associazione Italiana Analisti Finanziari (AIAF).

Il meccanismo di protezione, in questo caso, consiste in una rettifica del prezzo di esercizio dell'opzione, senza, tuttavia, modificare il numero delle azioni optabili. Il prezzo di esercizio, in particolare, viene ridotto con l'obiettivo di eliminare gli effetti negativi consistenti, generalmente, in una riduzione del valore delle azioni sottostanti. Deve tuttavia condividersi il rilievo che detta tecnica, sebbene utile ad evitare i pregiudizi più immediati conseguenti al cosiddetto «annacquamento» dei diritti dei portatori dei *warrants*, non appare idonea a neutralizzare tutti i possibili effetti negativi conseguenti alla delibera di aumento di capitale e che, per conseguire tale risultato, sarebbe necessario accompagnare la riduzione del prezzo di esercizio dell'opzione con un incremento del numero delle azioni optabili⁽²³⁸⁾, sì da consentire all'investitore di conservare l'aspettativa consistente nell'ottenimento del diritto ad effettuare un investimento avente un preciso valore sia intermini assoluti sia, soprattutto, in relazione al capitale sottoscritto, con evidenti possibili influssi anche sul peso dell'azionista potenziale in seno all'organo assembleare nonché sull'ammontare dei dividendi.

3.(b) Il rispetto del regolamento di Borsa Italiana s.p.a. sotto il profilo formale e sostanziale e la vessatorietà delle clausole da esso difformi

Dal sopra menzionato art. 2.2.12 del Regolamento di Borsa Italiana s.p.a. discende, come si è già visto, che qualora l'emittente dei titoli di compendio deliberi un

⁽²³⁸⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 260.

aumento di capitale a pagamento, i singoli regolamenti di emissione dei *warrants* quotati debbono prevedere delle rettifiche idonee a neutralizzare il più possibile gli effetti distorsivi dell'evento.

Premessa l'esistenza della sopra descritta disposizione regolamentare, giova interrogarsi se possa considerarsi vessatoria e/o abusiva la clausola del regolamento di un emittente che, in contrasto con l'art. 2.2.12 del Regolamento di Borsa Italiana s.p.a. e con il dovere di buona fede, in relazione agli aumenti di capitale, rispetti il predetto regolamento esclusivamente sotto il profilo formale mediante l'inserimento di un meccanismo di adeguamento *ab origine* inidoneo a neutralizzare «*il più possibile*» gli effetti distorsivi degli aumenti di capitali per i portatori di *warrants* ⁽²³⁹⁾.

Ci si può inoltre chiedere se la società emittente che non si astenga dal compiere operazioni tali da pregiudicare i portatori dei *warrants* in assenza della contestuale adozione di idonei adeguamenti o, comunque, non sia disponibile, dopo aver compiuto dette operazioni, ad adeguare i termini del contratto di opzione sotteso ai *warrants*, violi o meno il dovere di eseguire il contratto secondo buona fede.

Nella recente sentenza del Tribunale di Ivrea del 1° settembre 2005, più volte richiamata, il Giudice ha negato la vessatorietà e l'abusività della clausola di adeguamento prevista dall'art. 3 del Regolamento dei *warrants* Tecnost (poi Olivetti, poi Telecom) sul presupposto che essa prevedeva un meccanismo di rettifica a favore del consumatore e non a suo carico e che l'inadeguatezza del meccanismo di rettifica sotto il profilo economico è del tutto irrilevante in quanto l'art. 1469 *bis* (oggi art. 33 Codice del Consumo) riguarda solo lo squilibrio normativo e non quello economico e, inoltre, che l'art. 1469 *ter* (oggi art. 34 Codice del Consumo), comma 2°, c.c., quando precisa che la valutazione del carattere vessatorio della clausola non attiene alla determinazione dell'oggetto del contratto né all'adeguatezza del corrispettivo di beni e

⁽²³⁹⁾ È questo quanto sembra essere avvenuto nel caso esaminato nella più volte citata pronuncia del Tribunale di Ivrea in data 1° settembre 2005.

servizi, paleserebbe l'«indifferenza dell'ordinamento rispetto all'eventuale squilibrio economico».

Orbene, la conclusione del Tribunale di Ivrea non è condivisibile in primo luogo in quanto muove dal presupposto che il meccanismo di cui all'art. 3 del Regolamento Tecnost fosse diretto a determinare l'oggetto del contratto di opzione ovvero l'adeguatezza del corrispettivo mentre, ad un'attenta lettura, emerge che esso aveva la diversa finalità di predeterminare la misura del risarcimento spettante al portatore dei *warrants* in caso di adozione, da parte della società emittente, di decisioni idonee a ledere i diritti patrimoniali al portatore medesimo. Come rileva correttamente in dottrina Guerrera, quando viene adottata una tecnica di protezione convenzionale consistente nella riduzione del prezzo unitario di sottoscrizione delle azioni optabili (come accade nella maggior parte dei casi), «alla previsione del sopradescritto congegno di aggiustamento automatico dei termini originari del contratto preparatorio, che rappresenta una sorta di risarcimento convenzionale in forma specifica, sembra infatti doversi attribuire - in applicazione del principio desumibile dal disposto dell'art. 1382 c.c., l'effetto di delimitare rigidamente la pretesa indennitaria degli investitori, che si assumono pregiudicati dalla vicenda «diluitiva» considerata»⁽²⁴⁰⁾. È importante considerare, al riguardo, che la clausola di adeguamento non è correlata ad avvenimenti futuri ed incerti indipendenti dalla volontà delle parti ma, al contrario, a precise scelte unilateralmente adottate da una delle parti, ossia dall'emittente.

Nel caso esaminato dal Tribunale di Ivrea, pertanto, il Giudicante avrebbe dovuto esaminare non già l'adeguatezza del corrispettivo bensì la inefficacia/nullità dell'art. 3 del regolamento Tecnost alla luce dell'art. 1469 *bis* c.c., oggi trasfuso nell'art. 33 del c.d. Codice del Consumo (d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206). L'art. 3 del regolamento Tecnost, infatti, era «abusivo» e «vessatorio» perché consentiva

⁽²⁴⁰⁾ GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 261-262.

all'emittente-contraente forte di decidere se ed in quale misura adempiere le proprie obbligazioni e, comunque, di limitare la propria responsabilità per fatti propri ai danni della controparte debole: nonostante ciò esso non era stato fatto oggetto di trattativa individuale né era stata approvata per iscritto. Se infatti si qualifica la clausola di adeguamento come una sorta di risarcimento convenzionale in forma specifica che ha l'effetto di delimitare la pretesa indennitaria degli investitori, ne discende l'applicabilità dell'art. 1469 *bis* nonché dell'art. 1341, comma secondo, c.c., che prevede che «non hanno effetto, se non sono specificamente approvate per iscritto, le condizioni che stabiliscono, a favore di colui che le ha predisposte, limitazioni di responsabilità».

È interessante considerare, al riguardo, che la Cassazione, esaminando la clausola che, in un contratto bancario inerente al servizio delle cassette di sicurezza, contemplava la concessione dell'uso della cassetta per la custodia di cose di valore non eccedente un determinato ammontare, facendo carico al cliente di non inserirvi beni di valore complessivamente superiore, e che, correlativamente, negava oltre detto ammontare la responsabilità della banca per la perdita dei beni medesimi, ha ritenuto che detta clausola «integra un patto limitativo non dell'oggetto del contratto, ma del debito risarcitorio della banca, in quanto, a fronte dell'inadempimento di essa all'obbligo di tutelare il contenuto della cassetta (obbligo svincolato da quel valore, alla stregua della segretezza delle operazioni dell'utente), fissa un massimale all'entità del danno dovuto in dipendenza dell'inadempimento stesso; tale clausola, pertanto, è soggetta tanto alle disposizioni dell'art. 1229, 1° comma, c.c., in tema di nullità dell'esclusione o delimitazione convenzionale della responsabilità del debitore per i casi di dolo o colpa grave, quanto a quelle di cui agli art. 1469 *bis* seg. stesso codice, in tema di «inefficacia» (*rectius*, nullità) di clausole comportanti uno squilibrio a carico del cliente-consumatore, che si risolvano, in caso di inadempimento della banca, in una

limitazione nella proposizione dell'azione risarcitoria nei confronti della stessa (art. 1469 *quinquies*, punto 2, c.c.)»⁽²⁴¹⁾.

Trasponendo dunque il principio enunciato dalla Cassazione nella pronuncia da ultimo richiamata alle ipotesi di clausole, definite formalmente di adeguamento, che limitino la responsabilità dell'emittente in caso di violazione dell'obbligo di astenersi dal compiere operazioni potenzialmente lesive dei portatori dei *warrants* in mancanza di procedimenti idonei a neutralizzare il pregiudizio nei confronti dei medesimi (e dunque, in sostanza, in caso di violazione del dovere di buona fede), può ben dirsi che in questi casi l'emittente realizza un patto limitativo non dell'oggetto del contratto, ma del proprio debito risarcitorio, soggetto tanto alle disposizioni dell'art. 1229, 1° comma, c.c. quanto a quelle di cui agli art. 1469 *bis* ss c.c. (oggi art. 33 ss Codice del Consumo). L'inadempimento dell'emittente, in questo caso, consiste nel non essersi astenuto dal compiere operazioni tali da pregiudicare i portatori di *warrants* senza contestualmente adottare idonei adeguamenti o, più semplicemente, nella mancata adozione di idonee misure compensative in conseguenza all'adozione di scelte gestionali, pur legittime, tali tuttavia da pregiudicare i diritti dei portatori dei *warrants* per i motivi appena esposti.

Stupisce inoltre che il medesimo Tribunale di Ivrea abbia affermato che Telecom non avrebbe in alcun modo violato il principio di buona fede nell'esecuzione del contratto pur avendo compiuto operazioni tali da incidere sul valore dei titoli di compendio e pur essendosi rifiutata di porre in essere meccanismi di adeguamento (ulteriori rispetto a quello di cui all'art. 3 del regolamento) tali da impedire che dette operazioni si ripercuotessero negativamente sui portatori dei *warrants*, rivedendo il prezzo di esercizio o, quantomeno, allungando il termine per l'esercizio dell'opzione.

Deve al riguardo osservarsi che se è vero, come afferma il Tribunale, che aumenti di capitali e fusioni sono leciti anche in pendenza del termine per l'esercizio

⁽²⁴¹⁾ Cass., 4 aprile 2001, n. 4946, in *Giust. civ.*, 2001, I, p. 1784; Cass., 29 luglio 2004, n. 14462, in *Foro it.*, 2005, I, c. 1445.

dell'opzione, non è invece più condivisibile, alla luce dell'evoluzione da tempo in atto nel nostro sistema giuridico, il rilievo circa una presunta «indifferenza dell'ordinamento rispetto all'eventuale squilibrio economico» nonché il giudizio secondo il quale correttamente la convenuta si sarebbe rifiutata di modificare i termini dell'opzione giacché la buona fede potrebbe sì integrare ma non già sostituire i termini essenziali dell'accordo raggiunto tra le parti. Il Tribunale, in particolare, ricorda che la Cassazione, pur avendo affermato che l'obbligo di solidarietà di cui al principio di buona fede impone a ciascuna parte comportamenti idonei a preservare gli interessi dell'altra parte a prescindere da specifici obblighi contrattuali e dal dovere del *neminem laedere* ⁽²⁴²⁾, ha anche precisato che «tuttavia, le clausole generali di correttezza e buona fede non introducono nei rapporti giuridici diritti e obblighi diversi da quelli legislativamente o contrattualmente previsti, ma sono destinate ad operare all'interno dei rapporti medesimi, in funzione integrativa di altre fonti» ⁽²⁴³⁾.

È noto, al riguardo, che negli ultimi anni sotto il profilo legislativo, giurisprudenziale e dottrinale si è assistito da un lato ad una sempre maggiore valorizzazione del principio di buona fede, legittimando il giudice ad un controllo (anche penetrante) dell'autonomia privata ⁽²⁴⁴⁾, dall'altro ad una crescente attenzione al profilo dell'equilibrio tra le prestazioni contrattuali, ricercato ancora attraverso l'applicazione della clausola generale della buona fede.

Nell'ultimo decennio del ventesimo secolo (efficacemente definito come i «dieci anni che sconvolsero il contratto») ⁽²⁴⁵⁾ così come in questi primi anni del secolo in

⁽²⁴²⁾ Il Tribunale richiama Cass. 16 ottobre 2002, n. 14726 e Cass., 4 marzo 2003, n. 3185.

⁽²⁴³⁾ Il Tribunale richiama Cass. 10 maggio 2002, n. 6763.

⁽²⁴⁴⁾ Sia consentito rinviare sul punto a BARALDI, *Il governo giudiziario della discrezionalità contrattuale*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 501 ss.

⁽²⁴⁵⁾ L'espressione si rinviene in ROPPO, in *Il contratto e le fonti del diritto*, cit., p. 1083 ss., il quale afferma che «il XX secolo si apre con i dieci giorni che sconvolsero il mondo (per ripetere il titolo del famoso libro di John Reed sulla rivoluzione bolscevica del 1917): parafrasando quel titolo, possiamo dire che si chiude con i dieci anni che sconvolsero il

corso, in particolare, sono emersi numerosi segnali in senso favorevole ad un simile intervento del giudice, da attuarsi non solo attraverso il risarcimento del danno, ma anche con la valorizzazione e con un uso sempre maggiore della clausola di buona fede quale rimedio capace di far fronte allo squilibrio (normativo e, per molti, anche economico) contrattuale con l'eliminazione o, in taluni casi, persino con la modifica di quelle clausole contrattuali che rivelino la contrarietà a buona fede della condotta di uno dei contraenti: la repressione di un abuso attraverso la buona fede viene inoltre considerata il presupposto logico e giuridico per riequilibrare con l'equità⁽²⁴⁶⁾, senza con ciò fare della buona fede lo strumento di un giudizio equitativo⁽²⁴⁷⁾.

Per ciò che attiene alla legislazione, nel periodo in esame si è assistito, in generale, ad una crescente attenzione al profilo dell'equilibrio tra le prestazioni contrattuali: la

contratto (appunto quel decennio '90 in cui si concentrano le nuove leggi per molti aspetti così 'rivoluzionarie'». L'a., in particolare allude alla nutrita legislazione speciale dell'ultimo decennio del ventesimo secolo avente la caratteristica comune della derivazione europea e dell'obiettivo di regolare il mercato. Nella suddetta legislazione l'a. individua sei punti di novità: 1) la derivazione della legislazione in questione da direttive comunitarie rende la circolazione dei modelli molto più veloce che in passato ed elimina il lento processo dell'elaborazione culturale nei singoli paesi; 2) la derivazione dalle direttive europee caratterizza la normativa in questione per la tendenziale non derogabilità (se non *in melius*) delle norme poste a favore del consumatore, con conseguente tendenza ad invertire la pregressa generale prevalenza delle norme dispositive o suppletive e della rilevanza degli usi a favore di una sempre maggiore presenza di norme di tipo imperativo; 3) le nuove discipline del contratto sono mirate alla regolazione del mercato con una vocazione di tipo settoriale, con conseguenze sul linguaggio legislativo ma, soprattutto, sulla perdita di una visione più generale del complessivo sistema di diritto dei contratti; 4) si assiste ad una sempre maggiore derivazione della disciplina contrattuale da atti del Governo (in veste di legislatore delegato) aventi forza di legge in luogo delle leggi in senso formale; 5) vi è la tendenza ad una legislazione in materia di contratto sempre più concepita come una risposta immediata che il legislatore oppone al potere giudiziario per neutralizzare indirizzi ritenuti destabilizzanti o comunque indesiderabili; 6) si assiste ad una sempre maggiore presenza di regole sul contratto che scaturiscono da atti di Autorità amministrative, ancorché indipendenti, sollevando interrogativi sul rispetto della riserva di legge.

⁽²⁴⁶⁾ FRANZONI, *Buona fede ed equità tra le fonti di integrazione del contratto*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 92.

⁽²⁴⁷⁾ NANNI, *La buona fede contrattuale*, in *I grandi orientamenti di giurisprudenza civile e commerciale*, diretta da Galgano, Padova, 1988, p. 149.

possibilità di sindacare l'adeguatezza del corrispettivo economico previsto in contratto non è più considerata circoscritta ad ipotesi di contrattazione avvenuta in casi di patologia sociale, come nel caso della rescissione, ma viene estesa anche ai contratti conclusi in condizioni di fisiologia sociale⁽²⁴⁸⁾, sicché, come è già stato osservato, si sta rompendo il nesso tra la regola dell'intangibilità del contratto e l'eccezione della tangibilità, a seguito del progressivo aumento delle eccezioni⁽²⁴⁹⁾.

Al riguardo merita di essere segnalato, in primo luogo, proprio l'effetto dirompente portato nel nostro ordinamento dall'introduzione nel codice civile degli artt. 1469 *bis* – 1469 *sexies* c.c. (oggi artt. 33 ss Codice del Consumo), relativi ai contratti conclusi dai consumatori, inseriti con la l. 6 febbraio 1996, n. 52, in attuazione della dir. Ce 93/13. La rilevante novità portata dal combinato disposto di cui agli artt. 1469 *bis* e 1469 *quinquies* c.c. consiste nella previsione dell'inefficacia delle clausole contrattuali che, in contrasto con la buona fede oggettiva⁽²⁵⁰⁾, «determinino a carico del consumatore un significativo squilibrio di diritti e degli obblighi derivanti dal contratto». Si introdusse in tal modo nel nostro ordinamento la possibilità per il giudice di operare sul contratto un «controllo» diretto ad accertare il rispetto del dovere di buona fede in rapporto all'equilibrio normativo, ossia all'assetto negoziale dei diritti e degli obblighi delle parti

⁽²⁴⁸⁾ ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 387; ROLLI, *Le attuali prospettive di «oggettivazione dello scambio»: verso la rilevanza della congruità dello scambio contrattuale?*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 632.

⁽²⁴⁹⁾ RICCIO A., *Il controllo giudiziale della libertà contrattuale: l'equità correttiva*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 942.

⁽²⁵⁰⁾ È questa l'interpretazione unanime dell'espressione «*malgrado la buona fede*», frutto di un'errata traduzione del francese «*en dépit de l'exigence de la bonne foi*»: in questo senso si v., a mero titolo esemplificativo, GALGANO, *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, in *Contratto e impresa*, 1997, p. 418; ID., *La categoria del contratto alle soglie del terzo millennio*, in *Contratto e impresa*, 2000, p. 924; FRANZONI, *Buona fede ed equità*, cit., p. 88; UDA, *Malgrado la buona fede*, in *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, a cura di Alpa e Patti, Milano, 1997, p. 69 ss.; DE NOVA, *Le clausole vessatorie*, Milano, 1996, p. 16. Il richiamo all'osservanza del dovere di buona fede in rapporto ai contratti conclusi con i consumatori è inoltre contenuto nella l. 30 luglio 1998, n. 281, che, all'art. 1, lett. e), include tra i fondamentali diritti dei consumatori e degli utenti il diritto «*alla correttezza, trasparenza ed equità nei rapporti contrattuali concernenti beni e servizi*».

(²⁵¹) ed a sanzionare l'inosservanza di tale principio con l'inefficacia della clausola. È rilevante osservare che l'elencazione delle clausole individuate come vessatorie contenuta nel terzo comma dell'art. 1469 *bis* deve considerarsi meramente esemplificativa (²⁵²), con l'effetto di rimettere al giudice, in ogni caso di vessatorietà non prevista nel suddetto elenco, il potere di compiere una valutazione relativa all'equilibrio normativo e, eventualmente, di eliminare dal contratto la clausola ritenuta iniqua (nel senso sopra precisato).

Il secondo intervento legislativo degno di menzione è la l. 7 marzo 1996, n. 108, in materia di usura, la quale, nel riformulare l'art. 644 c.p., prevede non solo che «la legge stabilisce il limite oltre il quale gli interessi sono sempre usurari» ma anche che «sono altresì usurari gli interessi, anche se inferiori a tale limite, e gli altri vantaggi o compensi che, avuto riguardo alle concrete modalità del fatto e al tasso medio praticato per operazioni similari, risultano comunque sproporzionati rispetto alla prestazione di denaro o di altra utilità, ovvero all'opera di mediazione, quando chi li ha dati o promessi si trova in condizioni di difficoltà economica o finanziaria». La nuova legge, pertanto, prevede che quando non vi è superamento dei limiti normativamente previsti in misura

(²⁵¹) GALGANO, *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, cit., p. 418; ROLLI, cit., p. 633; ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 387; TROIANO, *Significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto*, in ALPA-PATTI, *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, cit., p. 35 ss., il quale, tuttavia, nota che la netta separazione tra il profilo giuridico-regolamentare del contratto e quello economico appare orientato su basi piuttosto incerte; si v. però anche DE NOVA, *Le clausole vessatorie*, cit., p. 16, il quale ritiene invece che una clausola possa essere considerata vessatoria *ex art. 1469 bis* ss. quando essa, oltre a violare la buona fede, determina un significativo squilibrio.

(²⁵²) L'art. 3.3, della dir. Ce 93/13 prevede espressamente che l'elenco delle clausole che possono essere dichiarate abusive, recepito dal comma 3° dell'art. 1469 *bis*, è «indicativo e non esaustivo». Per il carattere meramente indicativo dell'elenco si v., tra i molti, MAIORCA, *Tutela dell'aderente e regole di mercato nella disciplina generale dei «contratti del consumatore»*, Torino, 1998, p. 124; DE NOVA, *Le clausole vessatorie*, cit., p. 17. Si v. inoltre, per un'applicazione del principio, in giurisprudenza, Trib. Palermo, 7 aprile 1998, in *Foro it.*, 1998, I, c. 1649; Trib. Roma, 21 gennaio 2000, in *Foro it.*, 2000, I, c. 2073 ss.; Trib. Roma, 21 gennaio 2000, in *Giur. romana*, 2000, p. 430; Trib. Palermo, ord. 10 gennaio 2000, in *Foro it.*, 2000, I, c. 2088; Trib. Roma, 28 ottobre 2000, in *Contratti*, 2001, p. 450.

fissa venga rimessa al giudice ogni valutazione circa l'usurarietà dei tassi concordati tra le parti e, quindi, sulla conseguente nullità della clausola contenente il relativo patto. Detta valutazione circa l'usurarietà degli interessi, inoltre, deve essere compiuta alla stregua del principio di buona fede ⁽²⁵³⁾.

Nel 1998 si assiste ad un ulteriore segnale dell'evoluzione in atto in quanto la legittimazione del giudice ad ingerirsi nelle scelte formalmente compiute dalle parti all'atto della stipula del contratto viene estesa anche a contratti conclusi tra imprenditori, ossia tra soggetti che non rivestono lo *status* - eccezionalmente protetto - di consumatori. In particolare, la l. 18 giugno 1998, n. 192 (stimolata dalla comunicazione della Comm. Ce del 30 agosto 1989), relativa alla disciplina della subfornitura nelle attività produttive, sanziona con la nullità il «patto che attribuisca ad una delle parti di un contratto di subfornitura ad esecuzione continuata o periodica la facoltà di recesso senza congruo preavviso» (art. 6, comma 2°) nonché il «patto con cui il subfornitore disponga, a favore del committente e senza congruo corrispettivo, di diritti di privativa industriale o intellettuale» (art. 6, comma 3°) ed infine il patto con cui si realizzi l'abuso di dipendenza economica, che si ha quando «un'impresa sia in grado di determinare nei rapporti commerciali con un'altra impresa un eccessivo squilibrio di diritti e di obblighi» (art. 9). In questo modo viene rimessa al giudice la valutazione in merito alla congruità del termine di preavviso e del corrispettivo nonché all'equilibrio tra i diritti e gli obblighi delle parti; detta valutazione, inoltre, non può prescindere da un giudizio secondo buona fede posto che «l'abuso di dipendenza economica suona come abuso di diritto nell'esercizio dell'autonomia privata di un contraente verso l'altro» e «l'abuso è normalmente ritenuto espressione di mala fede, poiché è tale il comportamento di chi esercita un diritto per conseguire uno scopo che non rientra

⁽²⁵³⁾ RICCIO A., *Il contratto usurario nel diritto civile*, Padova, 2002, p. 182.

nell'interesse tutelato»⁽²⁵⁴⁾. In dottrina si è anche evidenziato che l'art. 9 della legge sulla subfornitura avrebbe una carica innovativa dirompente sulla disciplina generale dei contratti in quanto il principio da esso espresso del divieto di abuso di dipendenza economica tra le imprese avrebbe una portata che esulerebbe lo specifico contesto dei contratti di subfornitura e legittimerebbe in via generale, in caso di abuso, un controllo giudiziale dell'equilibrio economico del contratto, attraverso il parametro della buona fede, quanto meno in tutte le situazioni in cui sussista una situazione di dipendenza economica⁽²⁵⁵⁾.

Un'ulteriore importante conferma della tendenza del legislatore si è avuta con il d. lgs. 9 ottobre 2002, n. 231, ancora una volta in attuazione di una direttiva comunitaria (la n. 2000/35), relativa alla lotta contro i ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali. Il decreto, a differenza dei provvedimenti in precedenza ricordati, non si limita a sanzionare con la nullità l'accordo sulla data del pagamento o sulle conseguenze del ritardato pagamento «se, avuto riguardo alla corretta prassi commerciale, alla natura della merce o dei servizi oggetto del contratto, alla condizione

⁽²⁵⁴⁾ FRANZONI, *Buona fede ed equità*, cit., p. 88; conf., nel senso della rilevanza della valutazione del rispetto della clausola di buona fede ai fini della valutazione relativa alla validità della clausola, MUSSO, *La subfornitura: Legge 18 giugno 1998, n. 192*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, a cura di Galgano, Bologna-Roma, 2003, p. 519 ss.; MAZZIOTTI DI CELSO, *Commento sub art. 9*, in AA.VV., *La subfornitura - Commento alla l. 18 giugno 1998 n. 192*, a cura di Alpa e Clarizia, Milano, 1999, p. 288 ss.; LONGU, *Il divieto dell'abuso di dipendenza economica nei rapporti tra le imprese*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, p. 345 ss.; PROSPERI, *Subfornitura industriale, abuso di dipendenza economica e tutela del contraente debole: i nuovi orizzonti della buona fede contrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 1999, specie p. 667 ss.; GRAZZINI, in BERTI-GRAZZINI, *La disciplina della subfornitura nelle attività produttive (commento alla l. 18 giugno 1998 n. 192 come modificata dalla l. 5 marzo 2001 n. 57 e dal d. leg. 9 ottobre 2002 n. 231)*, Milano, 2003, p. 196 ss., la quale peraltro ribadisce che il concetto che vede nella regola di corretto comportamento o buona fede oggettiva un limite all'agire lecito, può ritenersi già presente nella disciplina delle clausole abusive nei contratti del consumatore.

⁽²⁵⁵⁾ PROSPERI, *Subfornitura industriale*, cit., p. 673 ss.; GRAZZINI, in *La disciplina della subfornitura* cit., p. 196 ss., che ritiene che la norma assumerebbe la valenza sistematica di una clausola generale di divieto di abuso nelle relazioni tra imprese; MAZZIOTTI DI CELSO, *Commento sub art. 9*, cit., p. 245, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

dei contraenti ed ai rapporti commerciali tra i medesimi, nonché ad ogni altra circostanza, risulti *gravemente iniquo* in danno del creditore» (art. 7, comma 1°) ⁽²⁵⁶⁾ ma prevede altresì che «il giudice, anche d'ufficio, dichiara la *nullità* dell'accordo e, avuto riguardo all'interesse del creditore, alla corretta prassi commerciale ed alle altre circostanze di cui al comma 1, applica i termini legali ovvero *riconduce ad equità* il contenuto dell'accordo medesimo» (art. 7, comma 3°). L'intervento del giudice, dunque, in questo caso diviene ancora più incisivo rispetto ai precedenti esempi, in quanto egli ha il potere non solo di sanzionare con la nullità la clausola che ritenga affetta da grave iniquità, ma anche di intervenire direttamente sul contratto modificandolo, stabilendo tra le prestazioni un (nuovo) equilibrio da lui considerato conforme ad equità. In questo caso vi è una vera e propria «correzione» del contratto da parte del giudice ⁽²⁵⁷⁾, e, ancora una volta, la valutazione circa l'iniquità della clausola discende dalla violazione delle regole di correttezza e buona fede, come emerge chiaramente sia dal riferimento alla «corretta prassi commerciale» di cui all'art. 7 del decreto, sia dagli espliciti richiami alla buona fede contenuti nella direttiva comunitaria di cui il decreto costituisce attuazione ⁽²⁵⁸⁾.

⁽²⁵⁶⁾ È il secondo comma dell'art. 7 a precisare che «si considera, in particolare, gravemente iniquo l'accordo che, senza essere giustificato da ragioni oggettive, abbia come obiettivo principale quello di procurare al debitore liquidità aggiuntiva a spese del creditore, ovvero l'accordo con il quale l'appaltatore o il subfornitore principale imponga ai propri fornitori o subfornitori termini di pagamento ingiustificatamente più lunghi rispetto ai termini di pagamento ad esso concessi».

⁽²⁵⁷⁾ ROLLI, cit., p. 636.

⁽²⁵⁸⁾ In questo senso v. PIERAZZI, *La giustizia del contratto*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 651 ss.; VENUTI, *Nullità della clausola e tecniche di correzione del contratto*, Padova, 2004, p. 165 ss.; *contra* VOLPE, *La giustizia contrattuale tra autonomia e mercato*, Napoli, 2004, specie p. 259, che ritiene possibile rinvenire nella «grave iniquità» di cui al d. lgs. n. 231 del 2002 una clausola generale autonoma dalla buona fede ed afferma che essa consentirebbe di realizzare la giustizia contrattuale sostanziale. È condivisibile, tuttavia, l'obiezione della stessa PIERAZZI, cit., p.652, la quale precisa che il ritenere censurabile una pattuizione sotto il profilo della buona fede o della grave iniquità equivale a sostenere tesi non difforni sotto il profilo sostanziale, posto che la tesi della grave iniquità finisce con il risolversi in quella della buona fede.

Un ultimo intervento del legislatore nazionale degno di menzione è il d. lgs. 21 maggio 2004, n. 170, di attuazione della dir. Ce 2002/47 in materia di contratti di garanzia finanziaria, che prevede, all'art. 8, che «le condizioni di realizzo delle attività finanziarie ed i criteri di valutazione delle stesse e delle obbligazioni finanziarie garantite devono essere *ragionevoli* sotto il profilo commerciale» e che «la violazione della *ragionevolezza* sotto il profilo commerciale delle condizioni di realizzo delle attività finanziarie può essere fatta valere in giudizio (...) qualora non siano state previamente concordate tra le parti, ai fini della rideterminazione di quanto dovuto ai sensi del medesimo articolo». Anche in questo caso la norma, pur individuando un caso in cui detta *ragionevolezza* può considerarsi presunta ⁽²⁵⁹⁾, rimette al giudice di valutare autonomamente ogni altra ipotesi e di rideterminare (ossia di correggere) l'entità delle suddette condizioni di realizzo, ed ancora una volta il richiamo alla «ragionevolezza sotto il profilo commerciale» consente di far riferimento alla buona fede contrattuale, posto che la ragionevolezza, com'è stato correttamente osservato, altro non è se non uno strumento per misurare la buona fede ⁽²⁶⁰⁾.

È necessario menzionare, inoltre, i Principi dei contratti commerciali ⁽²⁶¹⁾ internazionali elaborati dall'Istituto Internazionale per l'Unificazione del Diritto Privato (UNIDROIT), i quali, pur non assumendo il rango di fonte di produzione del diritto, si pongono quale fonte di cognizione di un diritto dei contratti che ha come fonte di

⁽²⁵⁹⁾ L'art. 8, comma 1°, in particolare, prevede che la ragionevolezza si presume nel caso in cui le clausole contrattuali concernenti le condizioni di realizzo, nonché i criteri di valutazione, siano conformi agli schemi contrattuali individuati dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, in relazione alle clausole di garanzia elaborate nell'ambito della prassi internazionale.

⁽²⁶⁰⁾ RICCI, *La ragionevolezza nel diritto privato: prime riflessioni*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 645.

⁽²⁶¹⁾ Il termine «commerciali» deve intendersi riferibile in senso assai ampio, come chiarisce il Commento al Preambolo, ossia ai contratti diversi da quelli conclusi dai consumatori, che sono sempre più frequentemente oggetto di una disciplina speciale, protettiva nei confronti dei consumatori.

produzione la *lex mercatoria* ⁽²⁶²⁾ e sono destinati ad operare «quando le parti hanno convenuto che il loro contratto sia da essi disciplinato» oppure «sia regolato dai ‘principi generali del diritto’, dalla ‘*lex mercatoria*’ o simili», «quando le parti non hanno scelto il diritto applicabile al loro contratto», oltre ad aspirare ad essere uno strumento «per l’interpretazione o l’integrazione degli strumenti di diritto internazionale uniforme» o «del diritto nazionale applicabile» e, infine, un «*modello per i legislatori nazionali ed internazionali*» ⁽²⁶³⁾: ad essi, infatti, si sono ispirati i legislatori o i giudici dei vari paesi europei, come la recente esperienza tedesca in tema di «alterazione del fondamento negoziale» (nuovo § 313 BGB) ⁽²⁶⁴⁾ dimostra in modo eloquente.

Orbene, numerose sono le disposizioni dei Principi UNIDROIT che costituiscono diretta o indiretta applicazione del principio di buona fede, che viene considerata una delle fondamentali idee ispiratrici dei Principi ⁽²⁶⁵⁾ e viene concepita come strumento di eventuale correzione del contratto. Tra le previsioni più significative, specie per ciò che attiene l’indagine che stiamo svolgendo, vi è in primo luogo l’art. 1.7 (buona fede), che dispone che «ciascuna parte deve agire in conformità alla buona fede nel commercio internazionale» ed afferma il carattere imperativo del principio precisando che «le parti non possono escludere o limitare quest’obbligo».

⁽²⁶²⁾ GALGANO, *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contratto e impresa*, 2000, p. 204, ID., *La categoria del contratto alle soglie del terzo millennio*, cit., p. 926; MARRELLA, *Lex mercatoria e Principi Unidroit. Per una ricostruzione sistematica del diritto del commercio internazionale*, in *Contratto e impresa Europa*, 2000, p. 32; ROLLI, *Le attuali prospettive*, cit., p. 614.

⁽²⁶³⁾ Preambolo ai Principi Unidroit, pubblicati a cura dello stesso Istituto internazionale per l’unificazione del diritto privato. La prima edizione risale al 1994, la seconda al 2004.

⁽²⁶⁴⁾ MEMMO, *Il nuovo modello tedesco della responsabilità per inadempimento delle obbligazioni*, cit., p. 821.

⁽²⁶⁵⁾ Così, esplicitamente, il Commento all’art. 1.7 dei Principi Unidroit elaborato dall’Istituto Internazionale per l’Unificazione del Diritto Privato, Roma, 2004, p. 18, secondo cui possono considerarsi applicazione del principio di buona fede, tra gli altri, gli articoli 1.9(2), 2.1.4(2)(b), 2.1.15, 2.1.16, 2.1.18, 2.1.20, 2.2.4(2), 2.2.5(2), 2.2.7, 2.2.10; 3.5, 3.8 e 3.10; 4.1(2), 4.2(2), 4.6 e 4.8, 5.1.2, 5.1.3, 5.2.5, 6.1.3, 6.1.5, 6.1.16(2) e 6.1.17(1), 6.2.3(3)(4), 7.1.2, 7.1.6, 7.1.7, 7.2.2(b)(c), 7.4.8, 7.4.13, 9.1.3, 9.1.4 e 9.1.10(1).

Particolarmente rilevante, inoltre, è l'art. 3.10 (eccessivo squilibrio), che prevede che «una parte può annullare il contratto o una sua singola clausola se, al momento della sua conclusione, il contratto o la clausola attribuivano ingiustificatamente all'altra parte un vantaggio eccessivo. Si devono considerare, tra gli altri fattori, // (a) il fatto che l'altra parte abbia tratto un ingiusto vantaggio dallo stato di dipendenza, da difficoltà economiche o da necessità immediate della prima parte, oppure dalla sua imperizia, ignoranza, inesperienza o mancanza di abilità a trattare, e // (b) la natura e lo scopo del contratto» (comma 1°). Il secondo ed il terzo comma della disposizione in questione, inoltre, prevedono espressamente la correzione del contratto ad opera del giudice, statuendo, rispettivamente, che «su richiesta della parte che ha diritto all'annullamento il giudice può adattare il contratto o le singole sue clausole in modo da renderlo conforme ai criteri ordinari di correttezza nel commercio» e che «il giudice può adattare il contratto o le sue clausole anche a richiesta della controparte alla quale sia stato inviato l'avviso di annullamento, purché tale parte ne informi l'altra prontamente dopo aver ricevuto l'avviso e prima che quest'ultima abbia agito facendovi affidamento (...)». Quel che si richiede perché il giudice possa intervenire mediante la modifica del contratto è che lo squilibrio, nelle singole circostanze, sia così grande da colpire la coscienza di una persona ragionevole ⁽²⁶⁶⁾.

Un'altra disposizione che legittima un intervento del giudice diretto a modificare le originarie previsioni contrattuali è l'art. 6.2.3 (effetti dell'*hardship*) ⁽²⁶⁷⁾, che dispone

⁽²⁶⁶⁾ Si v. in questo senso il commento ai Principi elaborato dallo stesso UNIDROIT, *sub* art. 3.10.

⁽²⁶⁷⁾ L'art. 6.2.2 dei Principi offre una definizione dell'*hardship*, che «ricorre quando si verificano eventi che alterano sostanzialmente l'equilibrio del contratto, o per l'accrescimento dei costi della prestazione di una delle parti, o per la diminuzione del valore della controprestazione, e // (a) gli eventi si verificano, o divengono noti alla parte svantaggiata, successivamente alla conclusione del contratto; // (b) gli eventi non potevano essere ragionevolmente presi in considerazione dalla parte svantaggiata al momento della conclusione del contratto; (c) gli eventi sono estranei alla sfera di controllo della parte svantaggiata; e (d) il rischio di tali eventi non era stato assunto dalla parte svantaggiata».

che «in caso di *hardship* la parte svantaggiata ha diritto di chiedere la rinegoziazione del contratto» (comma 1°) e che, «in caso di mancato accordo tra le parti entro un termine ragionevole, ciascuna delle parti può rivolgersi al giudice» (comma 3°), il quale, «se accerta il ricorrere di un'ipotesi di *hardship*, può, ove il caso, // (a) risolvere il contratto, in tempi e modi di volta in volta da stabilire, oppure // (b) modificare il contratto al fine di ripristinarne l'originario equilibrio» (comma 4°). È rilevante osservare che, mentre secondo la previsione dell'art. 6.2.3 l'intervento del giudice mira a ricondurre il contratto all'equilibrio originariamente voluto dalle parti, nel caso di cui all'art. 3.10 si conferisce al giudice il potere di spingersi a modificare anche l'originario assetto contrattuale in presenza di un eccessivo squilibrio.

Analogamente, i *Principles of European Contract Law* predisposti dalla Commissione presieduta da Ole Lando ⁽²⁶⁸⁾, all'art. 4:109, prevedono che, in caso di contratto concluso con «*ingiusto profitto o vantaggio iniquo*», il giudice possa procedere all'annullamento (totale o parziale), o, in alternativa, alla correzione del contratto in modo tale da renderlo in armonia con buona fede e correttezza.

Per completezza, infine, si ricorda che anche il Progetto Preliminare di Codice europeo dei contratti elaborato dall'Accademia dei giusprivatisti europei di Pavia, coordinato da Giuseppe Gandolfi ⁽²⁶⁹⁾, in numerosi articoli richiama il dovere di buona fede e, all'art. 157, prevede che il giudice possa modificare o risolvere il contratto

⁽²⁶⁸⁾ Il testo italiano, predisposto dal Ministero della Giustizia, è riportato in *Riv. crit. dir. priv.*, 2000, p. 498 ss., in calce all'articolo di ALPA, I «Principles of European Contract Law» predisposti dalla Commissione Lando, *ivi.*, p. 483 ss.; BARCELLONA, *La buona fede e il controllo giudiziale del contratto*, in *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, a cura di Mazzamuto, Torino, 2002, p. 308, ritiene che l'insistito richiamo dei PECL alla buona fede «sembra costituire una sorta di rito propiziatorio inteso ad introdurre un controllo giudiziale dello scambio che (...) potrebbe far pensare ad una disciplina di valore e portata realmente innovativi».

⁽²⁶⁹⁾ Il Progetto è pubblicato in un volume a cura dell'Accademia dei giusprivatisti europei, coordinati da Gandolfi ed è intitolato *Codice europeo dei contratti*, Milano, 2004.

qualora una parte si sia sottratta alla rinegoziazione in presenza di avvenimenti straordinari e imprevedibili.

Anche la giurisprudenza dell'ultimo decennio, liberatasi dell'antico dogma della volontà e della pregressa radicata diffidenza verso il principio di buona fede ⁽²⁷⁰⁾, è divenuta essa stessa protagonista del mutamento in atto, lanciando segnali inequivocabili di una consapevole valorizzazione di questa clausola generale come strumento non solo per sindacare la condotta delle parti nella fase esecutiva, ma anche quale limite inderogabile immanente alla fase di formazione del contratto, intervenendo sul testo contrattuale predisposto dalle parti laddove con essa contrastante.

Già la prima sezione della Corte di Cassazione, nella celebre pronuncia n. 3775 del 20 aprile 1994, estensore Senofonte (conosciuta come caso «Fiuggi») ⁽²⁷¹⁾, richiamando una ben nota dottrina ⁽²⁷²⁾, affermò il principio, ribadito anche

⁽²⁷⁰⁾ Di questa iniziale diffidenza dà atto la stessa Cass., 11 febbraio 2005, n. 2855, la quale ricorda che in un primo tempo parte della Corte Suprema negò al principio di buona fede rilievo giuridico autonomo (cfr., ad es., Cass., 20 luglio 1977, n. 3250, richiamata nella pronuncia in esame).

⁽²⁷¹⁾ Cass., 20 aprile 1994, n. 3775, in *Corriere giur.*, 1994, p. 566 ss., con nota di CARBONE, *La buona fede come regola di governo della discrezionalità contrattuale*.

⁽²⁷²⁾ DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale (art. 1173-1176)*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, a cura di Galgano, Bologna-Roma, 1988, pp. 304, 329 e 354; si v. anche NANNI, *La buona fede contrattuale*, cit., p. 336, il quale afferma che il dovere di esercitare i poteri discrezionali connessi all'esecuzione del contratto in modo da salvaguardare l'utilità della controparte compatibilmente con il proprio interesse o con l'interesse per il quale il potere è stato conferito, oltre a trovare larga conferma nell'applicazione giurisprudenziale in materia di «poteri» dell'imprenditore, appare estensibile a tutto l'ambito dei rapporti obbligatori, quale «'regola di governo' della discrezionalità, fonte di norme di azione più che di relazione», come affermato da Di Majo e, già in epoca anteriore al 'Caso Fiuggi', pone in rilievo alcune sentenze che, sia pure come *obiter dictum*, riconoscevano alla clausola di correttezza il ruolo di strumento per salvaguardare il sinallagma funzionale del contratto, legittimandone la risoluzione in caso di violazione. Secondo l'a., inoltre, la progressione del codice civile del 1942 verso una maggiore oggettivazione dello scambio, avrebbe determinato «uno spostamento del fulcro del contratto dal requisito del consenso alla causa, fondata sulla necessità di un controllo giudiziario sulla funzione economico-sociale dell'atto di autonomia privata e quindi sull'esigenza di protezione del contraente debole; è allora inevitabile che all'accentuazione dell'elemento causale si accompagni l'individuazione nella clausola generale di buona fede dello strumento che legittima il controllo giudiziale sulla funzione economica del contratto».

recentemente da Cass. 11 febbraio 2005, n. 2855 ⁽²⁷³⁾, che «*la correttezza costituisce proprio regola di governo della discrezionalità*» ⁽²⁷⁴⁾ e ne vieta, quindi, l'abuso».

In questo importante arresto si affermò inoltre che la violazione della buona fede può costituire inadempimento grave ai fini della risoluzione del contratto e che non è possibile limitarsi a valutare se un certo comportamento è formalmente conforme alla regola legale o contrattuale, ma è necessario chiedersi anche se quel comportamento è conforme o meno alla buona fede ⁽²⁷⁵⁾, la quale «*si porge nel sistema come limite interno di ogni situazione giuridica soggettiva, attiva o passiva, contrattualmente attribuita*, concorrendo, quindi, alla relativa conformazione in senso ampliativo o restrittivo rispetto alla fisionomia apparente, per modo che l'ossequio alla legalità formale non si traduca in sacrificio della *giustizia sostanziale* e non risulti, quindi, disatteso quel dovere (inderogabile) di solidarietà, ormai costituzionalizzato (art. 2 Cost.), che, applicato ai contratti, ne determina integrativamente il contenuto o gli effetti (art. 1374 c.c.) e deve, ad un tempo, orientarne l'interpretazione (art. 1366 c.c.) e l'esecuzione (art. 1375), nel rispetto del noto principio secondo cui ciascuno dei contraenti è tenuto a salvaguardare l'interesse dell'altro, se ciò non comporti un apprezzabile sacrificio dell'interesse proprio».

Tra le successive pronunce giurisprudenziali degna di particolare menzione è la notissima Cass., 2 novembre 1998, n. 10926, che ha statuito che «*la clausola del contratto di leasing che fa gravare sull'utilizzatore il rischio della mancata consegna viola il principio dell'esecuzione del contratto secondo buona fede ed è, pertanto,*

⁽²⁷³⁾ Da me commentata ne *Il governo giudiziario della discrezionalità contrattuale*, cit.

⁽²⁷⁴⁾ L'espressione è anche in Cass., 28 marzo 1996, n. 2850, in *Foro it.*, 1997, I, c. 235, in motivazione, nonché in Cass., 23 ottobre 1997, n. 10422, in *Foro it. c.d. rom.*

⁽²⁷⁵⁾ NANNI, in NANNI-CABELLA PISU, *Clausole e principi generali nell'argomentazione giurisprudenziale degli anni novanta*, Padova, 1998, p. 332.

invalida»⁽²⁷⁶⁾, confermata da Cass., 6 giugno 2002, n. 8222⁽²⁷⁷⁾, che ha giudicato invalida in quanto lesiva del principio di buona fede la clausola di un contratto di *leasing* che trasferiva dal concedente all'utilizzatore il rischio di inadempimento o inesatto adempimento del fornitore, consistente, nella fattispecie, nel consegnare i documenti necessari per l'immatricolazione e, conseguentemente, per la circolazione. È importante precisare, tuttavia, che in questo caso la Corte è riuscita a giungere all'effetto voluto, ossia alla declaratoria di nullità, oltre che con il richiamo alla buona fede, anche attraverso il rilievo che detti contratti non erano meritevoli di tutela per l'ordinamento giuridico e, come tali, privi di causa.

È doveroso ricordare, infine, Cass., 24 settembre 1999, n. 10511, estensore Morelli, che ha affermato che «il potere del giudice di ridurre la penale manifestamente eccessiva risponde ad una funzione oggettiva di controllo dell'autonomia privata - in sintonia con il principio costituzionale di solidarietà, riferibile anche ai rapporti negoziali, e con la clausola di buona fede, inerente anche alla fase della formazione del contratto - e può di conseguenza essere esercitata d'ufficio, anche in difetto di istanza della parte interessata»⁽²⁷⁸⁾. Detta sentenza, confermata successivamente anche da Cass., 23 maggio 2003, n. 8188⁽²⁷⁹⁾, è stata efficacemente definita un «piccolo trattato di storia del contratto, di storia recente del contratto, dell'evoluzione del contratto dalle

⁽²⁷⁶⁾ Cass., 2 novembre 1998, n. 10926, in *Foro it.*, 1998, I, c. 3081, commentata da RICCIO A. in *La clausola generale di buona fede è, dunque, un limite generale all'autonomia contrattuale*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 21 ss.

⁽²⁷⁷⁾ Cass., 6 giugno 2002, n. 8222, in *Danno e resp.*, 2002, p. 941.

⁽²⁷⁸⁾ Cass., 24 settembre 1999, n. 10511, in *Foro it.*, 2000, I, c. 1929. La sentenza è commentata da MERUZZI, *Funzione nomofilattica della Suprema Corte e criterio di buona fede*, in *Contratto e impresa*, 2000, p. 25 ss.

⁽²⁷⁹⁾ Occorre tuttavia ricordare che in senso contrario si è espressa, confermando il precedente orientamento maggioritario, Cass., 4 aprile 2003, n. 5324, in *Foro it. c.d. rom*; Cass., 19 aprile 2002, n. 5691, in *Giust. civ.*, 2003, I, p. 1075, e Cass., 5 agosto 2002, n. 11710, in *Contratti*, 2003, p. 336.

concezioni soggettivistiche, basate sul dogma della volontà, alle concezioni attuali, oggettivistiche, basate sulla congruità dello scambio contrattuale»⁽²⁸⁰⁾.

La pronuncia da ultimo richiamata, nel giustificare l'intervento del giudice alla riduzione *ex officio* della penale ritenuta manifestamente eccessiva, si spinge ad affermare che una simile interpretazione non trova alcun ostacolo per «l'interprete, che si sottragga alla vischiosità del precedente tralatizio e parimenti resista ad immanenti suggestioni della 'dogmatica della volontà' come a risalenti riserve contro l'intervento del giudice nella 'cittadella dell'autonomia contrattuale'» ed ancora che «perché – come conviene ormai la dottrina più avvertita sul tema – il complesso processo innestato, nei moderni sistemi giuridici, dal tramonto del mito ottocentesco dell'onnipotenza della volontà e del dogma dell'intangibilità delle convenzioni ha inciso anche sul fenomeno della riducibilità della penale, la quale ha per l'effetto finito col perdere l'iniziale sua colorazione soggettiva per assumere connotazioni funzionali più decisamente oggettive, sì che la spiegazione della vicenda – come è stato osservato – appare ora spostata da una supposta tutela della volontà delle parti ad un interesse primario dell'ordinamento, *valutandosi l'intervento riduttivo del giudice non più in chiave di eccezionalità bensì quale semplice aspetto del normale controllo che l'ordinamento si è riservato sugli atti di autonomia privata*». La Corte inoltre ricollega esplicitamente la legittimazione all'intervento *ex officio* riduttivo della penale al rispetto del dovere di correttezza e si pone espressamente in continuità con il sopra citato caso «Fiuggi».

Preme qui solo soffermarsi sulle tre diverse possibili soluzioni che le sentenze da ultimo richiamate, veri e propri *leading case* in materia, hanno fatto conseguire alla violazione del dovere di buona fede: nel caso «Fiuggi», infatti, il rimedio è stato individuato nella risoluzione per grave inadempimento; nel caso del *leasing*, invece, è stata fatta cadere come invalida (in particolare nulla) la clausola contrastante col dovere

⁽²⁸⁰⁾ GALGANO, *La categoria del contratto alle soglie del terzo millennio*, cit., p. 925.

di buona fede ed infine nel caso della penale manifestamente eccessiva è stato ritenuto legittimo da parte del giudice un intervento d'ufficio correttivo dell'entità della penale medesima ⁽²⁸¹⁾.

La rapida rassegna appena compiuta della legislazione e di un orientamento giurisprudenziale che sta ricevendo importanti conferme consente innanzitutto di individuare, quale elemento comune, la prova della crescente rilevanza del principio di buona fede. Ciò conferma l'assunto di chi già alla fine degli anni '90 osservava che «è avvenuta una specie di rivoluzione copernicana per cui nell'universo delle obbligazioni e dei contratti oggi non è più l'autonomia contrattuale a brillare come il sole con intorno i pianetini dell'integrazione eteronoma, ma viceversa è la buona fede che dà la luce all'autonomia contrattuale» ⁽²⁸²⁾.

Minori certezze, invece, si palesano se si tenta di individuare un'opinione comune in merito alle conseguenze della violazione del dovere di buona fede.

La soluzione prospettata dalla Cassazione nel caso «Fiuggi» può essere oggi indicata come un condiviso *plafond* minimo di tutela su cui gli interpreti sembrano concordi, sicché si può considerare ormai assodata la considerazione che la violazione del dovere di buona fede nella fase esecutiva del contratto può essere considerata grave inadempimento ai fini della risoluzione del contratto.

È molto dibattuto, invece, se dalla violazione della regola di buona fede si possa far discendere l'invalidità del contratto, come è accaduto nel caso della pronuncia sopra citata in tema di *leasing* (pur con la doverosa precisazione sopra formulata), o,

⁽²⁸¹⁾ Si v. sul punto RICCIO A., *Il controllo giudiziario della libertà contrattuale*, cit., p. 943, che, dall'osservazione dell'evoluzione in atto, rileva che «alla violazione del dovere di buona fede la giurisprudenza fa, dunque, derivare molteplici conseguenze: l'azione di danni, la risoluzione del contratto per inadempimento, l'invalidità dell'atto, la perdita del diritto, la perdita di efficacia dell'atto e, da ultimo, consentirebbe addirittura al giudice di sindacare e correggere il contratto secondo principi di equità».

⁽²⁸²⁾ NANNI, *Clausole e principi generali*, cit., p. 332.

addirittura, una vera e propria correzione del contratto ad opera del giudice, come nel caso della penale giudicata manifestamente eccessiva.

Con riguardo al primo quesito, Francesco Galgano ha osservato che dalla giurisprudenza da ultimo richiamata emerge una concezione del «contratto spogliato di molti dei suoi connotati di volontarietà, e visto essenzialmente nella sua funzione oggettiva, nello scambio contrattuale, sindacabile alla stregua dei criteri di buona fede nella formazione, nell'interpretazione e nella esecuzione⁽²⁸³⁾»: l'ultima conferma viene dal fatto che tra i doveri di buona fede contrattuale viene oggi ricompreso anche l'obbligo di rinegoziazione del contratto, pena la risoluzione dello stesso per inadempimento, laddove l'inadempimento è la violazione della buona fede nell'esecuzione risultante dal rifiuto di prestarsi alla rinegoziazione⁽²⁸⁴⁾.

Dai mutamenti sopra menzionati egli provocatoriamente ha dedotto che la circostanza «che alla violazione della regola di buona fede possa conseguire, in base all'art. 1418, comma 1°, c.c., la nullità o, comunque, l'inefficacia del contratto o a norma dell'art. 1419 c.c., di singole sue clausole, non può più suscitare scandalo»; infatti, prosegue l'illustre autore, «quando manca una norma di legge che «disponga diversamente», la violazione di norma imperativa comporta nullità, quale forma generale di invalidità a norma dell'art. 1418, comma 1°»⁽²⁸⁵⁾. La legislazione di

⁽²⁸³⁾ GALGANO, *La categoria del contratto alle soglie del terzo millennio*, cit., p. 926; valutazione già presente ne *Il negozio giuridico*, Milano, 1988, p. 480 s., quale segnalazione di una tendenza annunciata.

⁽²⁸⁴⁾ ID., *ibidem*.

⁽²⁸⁵⁾ ID., *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, cit., p. 423, che prosegue osservando che «da quando la Cassazione ha equiparato il dolo omissivo al dolo commissivo può dirsi acquisito che la violazione della buona fede precontrattuale può produrre effetto invalidante del contratto. Ed alla violazione della buona fede la Cassazione ha dato rilievo per pronunciarsi nel senso della invalidità del voto espresso in mala fede dai soci di una società di capitali. Qui è richiamata, è vero, la buona fede nell'esecuzione del contratto (di società), muovendo dalla premessa che il voto in assemblea è atto esecutivo del contratto sociale; e tuttavia l'invalidità investe il voto quale dichiarazione di volontà, sia pure esecutiva di un contratto. Nel dolo omissivo come nel voto dato in mala fede il rimedio è l'annullabilità perché operano le norme speciali sui vizi del consenso e sulla invalidità delle deliberazioni assembleari; ma quando manca una norma di legge che «disponga diversamente», la violazione

derivazione comunitaria dell'ultimo decennio sopra richiamata e parte crescente della giurisprudenza confortano (*rectius* giustificano) la suddetta opinione, la quale, partendo

di norma imperativa comporta nullità, quale forma generale di invalidità a norma dell'art. 1418, comma 1°»; in senso conforme anche ROLLI, *Le attuali prospettive*, cit., p. 627; favorevole all'ipotesi della invalidità anche RICCIO A., *Il contratto usurario nel diritto civile*, cit., p. 185; ID., *La clausola generale di buona fede è, dunque, un limite generale all'autonomia contrattuale*, cit., p. 21 ss., che osserva che «ove il contenuto del contratto presenti straordinari oneri a carico di una parte ed il bilanciamento dei contrapposti interessi risulti visibilmente squilibrato, irragionevole, per effetto di un fine prevaricatore di uno dei contraenti lesivo di quel costituzionale dovere di solidarietà sociale che da tempo la Cassazione collega al codicistico dovere di buona fede (art. 2 Cost.), allora il giudice non potrà accontentarsi di affermare che 'il contratto è contratto', ma dovrà intervenire in funzione repressiva e sanzionatoria (dell'autonomia dei privati), attraverso lo strumento della nullità del contratto (totale o parziale) ex art. 1418, comma 1°, c.c.»; nel senso dell'invalidità di patti derogatori al dovere di buona fede anche SENOFONTE, *Buona fede e fideiussione per obbligazione futura*: art. 1956 c.c., in *Giust. civ.*, 1990, p. 133, che afferma che «le norme sulla buona fede sono norme di ordine pubblico, ossia norme imperative 'rafforzate' e, dunque, non iscrivibili nella riserva di cui all'art. 1418, comma 1 c.c., con la conseguenza che la loro violazione comporta, ineluttabilmente, la nullità delle relative pattuizioni»; SIRENA, *L'integrazione del diritto dei consumatori nella disciplina generale del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, p. 804; PROSPERI, *Subfornitura industriale*, cit., p. 670 ss.; PARTISANI, *L'integrazione del contratto come correttivo delle disfunzioni sinallagmatiche prodotte dall'inosservanza della clausola di buona fede*, in *Danno e resp.*, 2003, p. 182. La scelta dell'invalidità dell'atto posto in essere in violazione della buona fede è stata fatta propria anche dalla Corte costituzionale tedesca nella celebre pronuncia del 19 ottobre 1993, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, p. 197 ss., ricordata anche da GALGANO, *La categoria del contratto alle soglie del terzo millennio*, cit., p. 928, che constata che la suddetta pronuncia è stata anticipata da Pret. Salerno, 23 febbraio 1993, in *Dir. giur.*, 1993, p. 261, che ha statuito che il contraente che, abusando della propria posizione di potere, costringe la controparte a concludere un contratto a condizioni inique, con evidente sproporzione tra le prestazioni reciproche, viola la buona fede contrattuale e pone in essere un contratto nullo, sia pure sul presupposto del difetto di meritevolezza del contratto atipico sottoposto a vaglio nel caso specifico. La Corte costituzionale tedesca, in particolare, afferma che «vi è accordo in dottrina nell'affermare che il precetto della buona fede si traduce nella possibilità di un controllo giudiziale del contenuto del contratto alla stregua appunto di quell'immanente limitazione alla possibilità di conformazione del contenuto del contratto ch'è data dalla buona fede» e che «quando il contenuto del contratto presenti straordinari oneri a carico di una delle parti ed il bilanciamento dei contrapposti interessi risulti visibilmente squilibrato, allora il giudice non potrà accontentarsi di affermare che 'il contratto è contratto', ma dovrà piuttosto accertare se tale assetto di interessi non sia il risultato di una strutturale disparità tra le parti e, nel caso, intervenire utilizzando una delle clausole generali predisposte dall'ordinamento». In senso contrario, invece, ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 494 ss., il quale ritiene che, se pure è inammissibile una deroga generalizzata e in bianco al principio di buona fede che, in quanto principio, avrebbe valore imperativo, sarebbe ammissibile derogare, in modo individualizzato, alle sue singole applicazioni concrete. Lo stesso Roppo, tuttavia, constata che la tesi favorevole alla declaratoria di nullità del contratto come conseguenza della disapprovazione pubblica del programma contrattuale - «sembra farsi spazio nella legislazione e nella giurisprudenza più recenti».

dall'assunto che la clausola di buona fede deve essere considerata norma imperativa inderogabile, da ciò fa conseguire che la violazione della stessa importa la nullità del contratto ai sensi dell'art. 1418 c.c. È significativo, del resto, che lo stesso Senofonte, estensore della pronuncia sul caso «Fiuggi», già nel 1990 osservava che la violazione delle norme sulla buona fede in sede di formazione del contratto comporta ineluttabilmente la nullità delle relative pattuizioni ⁽²⁸⁶⁾, e, ancora, richiamando l'insegnamento di Rodotà circa il ruolo della buona fede quale fonte di integrazione del contratto ⁽²⁸⁷⁾, rilevava che «non è (...) facile conciliare la funzione «cardine» generalmente attribuita alla buona fede col suo relegamento *in executivis* e la correlata (pretesa) inettitudine a «conformare» il rapporto contrattuale, dalla cui costituzione sarebbe esclusa, essendo chiamata (secondo l'opinione che non si condivide) solo a

⁽²⁸⁶⁾ SENOFONTE, *Buona fede e fideiussione*, cit., p. 132 ss., il quale afferma: «ora, sull'inderogabilità del precetto di buona fede concorda la dottrina maggioritaria. Né può (non deve) indurre in errore il fatto che esprime la c.d. anima privatistica dell'intervento eterointegrativo, dal momento che la tutela dell'interesse privato ha qui la funzione di mediare la realizzazione di quell'istanza solidaristica e etica che della normativa di correttezza costituisce il principio ispiratore e che, coinvolgendo l'interesse generale ad un coerente sviluppo dei rapporti interprivati, sfugge al potere dispositivo delle parti. Per questo, le norme sulla buona fede sono norme di ordine pubblico, ossia norme imperative 'rafforzate' e, dunque, non iscrivibili nella riserva di cui all'art. 1418, comma 1 c.c., con la conseguenza che la loro violazione comporta, ineluttabilmente, la nullità delle relative pattuizioni. Vuol dire, insisto, che dall'osservanza del dovere di correttezza non si può essere pattiziamente dispensati mediante clausole che autorizzino comportamenti scorretti, in contrasto, cioè, con quel principio di buona fede che, nel lessico corrente (enfatico, ma espressivo e appropriato, costituisce uno dei 'cardini' dell'ordinamento e attraverso 'l'intero sistema privato del lecito e dell'illecito'». Da ciò l'a. ricava, con riguardo al caso specifico di cui si occupava, ossia della legittimità di una generale autorizzazione preventiva del fideiussore alla banca creditrice a concedere crediti al debitore anche in caso di mutamento *in peius* delle condizioni patrimoniali del medesimo, che «se ne dovrebbe dedurre, senza particolare affanno, la nullità di un'autorizzazione preventiva e generalizzata a concedere crediti, malgrado la conoscenza, da parte del concedente, delle mutate (in peggio) condizioni patrimoniali del debitore, proprio perché un'autorizzazione siffatta si risolve nell'esonero del creditore dall'obbligo di comportarsi correttamente».

⁽²⁸⁷⁾ RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969, *passim* e, specialmente, p. 112 ss., p. 145 ss., ove l'a. tratteggia la buona fede come limite all'autonomia individuale e come strumento per accentuare la valutazione obiettiva del contratto, e p. 163 ss., ove l'a. chiarisce che la correttezza integra il contratto in quanto strumento legislativo ai sensi dell'art. 1374 c.c.

presidiarne l'esecuzione, ancorché – si badi – scorrettamente plasmato: mi pare – francamente – un *non sense*! Vero è, invece, che proprio sul «formarsi» del rapporto il principio di buona fede è destinato, primariamente, ad operare, in funzione contestativa del regolamento pattizio, al punto da impedirne, finanche, la recezione nell'ordinamento se non recuperabile, mediante integrazioni o correttivi, nell'interesse del contraente tutelato». Lo stesso Rodotà, del resto, già negli anni '60 affermava che la buona fede è limitazione in senso tecnico dell'autonomia privata e, più precisamente, indicazione che incide sui poteri attribuiti ai privati dal comma 1° dell'art. 1322 c.c. ⁽²⁸⁸⁾.

È giunto il momento di interrogarsi, ancora una volta ma con lenti nuove, sul concetto di buona fede oggettiva nella fase di formazione del contratto, valutando, anche alla luce delle novità legislative di derivazione comunitaria, se essa possa continuare ad essere concepita esclusivamente come un'obbligazione di comportamento la cui violazione può essere sanzionata solo sotto il profilo della risoluzione e del risarcimento ⁽²⁸⁹⁾, ovvero, invece, come norma imperativa inderogabile la cui violazione può comportare anche la nullità di una clausola contrattuale ad essa contraria o, eventualmente, dell'intero contratto. Occorre infatti prendere atto del fatto che l'esperienza delinea in maniera sempre più accentuata un ampliamento sempre maggiore della buona fede nella fase della costituzione del rapporto ⁽²⁹⁰⁾. Così, nel *Faust*, quando il Diavolo, alla morte del protagonista, ne pretende l'anima in virtù del contratto siglato col sangue, Dio pone nel nulla l'accordo tra il Diavolo e Faust ed accoglie l'anima di quest'ultimo tra schiere angeliche che spargono rose.

⁽²⁸⁸⁾ RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, cit., p. 178.

⁽²⁸⁹⁾ Così, per tutti, FRANZONI, *Buona fede ed equità*, cit., p. 94.

⁽²⁹⁰⁾ RESCIGNO, *Rimeditazioni sulla buona fede: omaggio ad Alberto Burdese*, in *Il ruolo della buona fede oggettiva nell'esperienza giuridica storica e contemporanea (atti del convegno internazionale di studi in onore di Alberto Burdese, Padova-Venezia-Treviso, 14-15-16 giugno 2001)*, a cura di Garofalo, Padova, 2003, vol. IV, p. 575.

La dottrina maggioritaria, com'è noto, tuttora ritiene che la violazione del dovere di buona fede tendenzialmente – e fatto salvo ovviamente il caso in cui la violazione della regola di correttezza costituisca nel contempo un vizio del consenso – pur comportando la condanna della parte che ha violato il dovere di buona fede al risarcimento del danno, non comporti l'invalidità dell'atto di autonomia privata, mentre solo quando il risarcimento non appaia idoneo l'atto potrebbe essere considerato inefficace, ma comunque non illegittimo ⁽²⁹¹⁾.

Si deve infine constatare l'esistenza di un corposo orientamento dottrinale che, assumendo una posizione intermedia, ritiene che la singola clausola contrattuale (e quindi l'intero contratto, in caso di essenzialità della stessa) possa essere dichiarata nulla *qualora essa impedisca a priori un'esecuzione secondo buona fede* ⁽²⁹²⁾ ma non si spinge ad affermare che la violazione della buona fede nella fase di formazione del contratto comporta, in via generale, la nullità del medesimo o di una sua singola clausola, se non essenziale.

Detta teoria intermedia, tuttavia, induce ad interrogarsi se non sia sempre in contrasto con un'esecuzione secondo buona fede un accordo le cui clausole si pongano di per sé stesse in contrasto con la buona fede: ciò accade, appunto, quando si è di fronte ad un contratto oggettivamente ingiusto, che non sarebbe mai stato posto in essere da

⁽²⁹¹⁾ NANNI, in NANNI-CABELLA PISU, *Clausole e principi generali*, cit., p. 335; MERUZZI, *L'exceptio doli*, Padova, 2005, p. 204 ss.

⁽²⁹²⁾ NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio e la valutazione del comportamento delle parti secondo le regole della correttezza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1961, p. 170, che, sul presupposto dell'imperatività ed inderogabilità degli artt. 1175 e 1375 c.c., afferma che sarebbe nullo il patto col quale si tendesse comunque a svincolare il giudice dalla necessità della valutazione del caso concreto secondo le regole della correttezza e della buona fede; BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, p. 206, in nota 4; LONGU, *Il divieto*, cit., p. 365; MERUZZI, *L'exceptio doli*, cit., p. 209; in giurisprudenza si v. Trib. Cagliari, 18 dicembre 1997, in *Riv. giur. sarda*, 1998, p. 438 ss., che giudica nulla perché in contrasto con la buona fede la clausola di un contratto autonomo di garanzia con la quale l'ordinante si impegna a rinunciare all'eventuale esperimento di azioni cautelari.

contraenti corretti e leali, come nel caso delle pronunce sul *leasing*. Diversamente opinando, infatti, dovremmo considerare che, in caso di approfittamento da parte del contraente forte, che determini condizioni oggettivamente difformi dalla corretta prassi di mercato, il ruolo del giudice debba comunque intendersi limitato al mero accertamento della puntuale esecuzione di un contratto (anche gravemente) ingiusto, ossia contrario a buona fede ⁽²⁹³⁾.

Ci si chiede, inoltre, se sia ammissibile un intervento correttivo del giudice qualora una delle parti non abbia improntato la propria condotta a buona fede nella fase costitutiva del contratto o nella fase esecutiva, anche rifiutandosi, in quest'ultima ipotesi, di procedere alla rinegoziazione del medesimo. Non può infatti sottovalutarsi l'aumento costante dei casi in cui il legislatore ha previsto e disciplinato un simile intervento ⁽²⁹⁴⁾ e, conseguentemente, viene naturale chiedersi, *de jure condendo* (in special modo alla luce dei sopra citati Principi UNIDROIT), se non sia in atto o, ancor più, se non si sia già compiuta, un'ulteriore rivoluzione nella disciplina generale delle obbligazioni. Particolarmente significativa, al riguardo, è la menzionata Cass., 24 settembre 1999, n. 10511, in tema di riduzione d'ufficio della penale manifestamente eccessiva, laddove statuisce che l'intervento modificativo del giudice non deve più essere considerato eccezionale ma «semplice aspetto del normale controllo che l'ordinamento si è riservato sugli atti di autonomia privata». Da questa pronuncia e dalle recenti novità legislative in senso conforme è possibile effettivamente ricavare che l'affermazione della natura non eccezionale della correzione secondo equità della penale di cui all'art. 1384 c.c. spiana la strada ad un'applicazione analogica della norma in

⁽²⁹³⁾ Si v., sul punto, SENOFONTE, *Buona fede e fideiussione*, cit., p. 135, il quale giudica una simile conclusione «un non sense».

⁽²⁹⁴⁾ MARASCO, *La rinegoziazione e l'intervento del giudice nella gestione del contratto*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 563, nota 50.

questione ⁽²⁹⁵⁾ e, più in generale, ad un intervento di tipo correttivo ad opera del giudice ⁽²⁹⁶⁾, ciò che, se confermato, avrebbe conseguenze certamente «eversive» sul sistema dei contratti.

Anche in questo caso un'ispirazione ci giunge dal poeta: nel Mercante di Venezia è proprio grazie ad un'interpretazione correttiva del contratto che Porzia, sotto le vesti del dottore patavino, riesce a salvare da morte sicura Antonio: Shylock esige la penale, pattuita «per puro scherzo», consistente in una libbra di carne del corpo di Antonio, ed invoca la certezza del diritto («*I decreti di Venezia non hanno alcuna forza?*»); Porzia, dal canto suo, afferma che il patto è pienamente valido, ma che esso legittima Shylock a

⁽²⁹⁵⁾ Si v., sul punto, anche per ulteriori riferimenti bibliografici, MERUZZI, *Funzione nomofilattica*, cit., p. 54, che osserva come «è così definitivamente superata l'opinione che ravvisa nell'art. 1384 c.c. una norma che incide in via del tutto eccezionale nel campo dell'autonomia privata. Essa è infatti espressione di un principio regolare dell'intero sistema delle sanzioni private, in quanto tale suscettibile di interpretazione sia estensiva che analogica. Il meccanismo di riduzione *ex officio* sarà quindi applicabile con riferimento a tutte le ipotesi in cui la pattuizione svolga una funzione direttamente o indirettamente sanzionatoria, indipendentemente dal livello di difformità rispetto alla struttura della clausola penale»; ROLLI, *Le attuali prospettive*, cit., 623; RICCIO A., *Il contratto usurario nel diritto civile*, cit., p. 184; ZOPPINI, *La clausola penale e la caparra*, in *Tratt. dei contratti - I contratti in generale*, II, a cura di Gabrielli, diretto da Rescigno, Torino, 1999, p. 906; *contra* MARASCO, *La rinegoziazione e l'intervento del giudice nella gestione del contratto*, cit., p. 567, che ritiene che la sentenza in questione non possa aiutare ad ammettere un generale potere di intervento del giudice nella definizione del contenuto contrattuale e rileva che «l'ammissione di un generale potere d'intervento del giudice sarebbe incompatibile con un ordinamento, quale il nostro, fortemente caratterizzato dalla 'sacralità' dell'autonomia e in cui il contratto è atto fatto sostanzialmente dalle parti» e considera ammissibile un intervento determinativo del giudice in sede di rinegoziazione solo (i) se la clausola rinegoziativa fornisce precisi parametri ai quali le parti devono attenersi nell'adeguare il contratto; (ii) se il contratto prevede che, in caso di fallimento della rinegoziazione, la determinazione venga rimessa all'equo apprezzamento del terzo; (iii) negli altri casi espressamente previsti dalla legge; favorevole alla correzione è invece CRISCUOLO, *Equità e buona fede come fonti di integrazione del contratto - Potere di adeguamento delle prestazioni contrattuali da parte dell'arbitro (o del giudice) di equità, nota a Trib. Milano, 9 gennaio 1997*, in *Riv. arbitrato*, 1999, p. 71 ss.

⁽²⁹⁶⁾ Si v. RICCIO A., *Il controllo giudiziale della libertà contrattuale*, cit., p. 939 ss., che commenta Trib. Roma, 10 luglio 1998, in *Foro it.*, 1999, I, c. 343, ove si era affermato il potere da parte del giudice, anteriormente alla entrata in vigore della l. 108/96 in materia di usura, di ridurre secondo equità i passi pattiziamente convenuti qualora la condotta del creditore rivestisse caratteristiche di mala fede.

prendere la propria libbra di carne (né più né meno) senza versare una sola goccia di sangue di Antonio. Porzia, in questo caso, non contesta la validità del patto ma, attraverso l'interpretazione, lo modifica, riducendolo a nulla ⁽²⁹⁷⁾.

Un'ulteriore conferma dell'attuale tendenza a concedere il riequilibrio del contratto in caso di intervenuto mutamento delle circostanze da attribuirsi alla responsabilità di una delle parti deriva da un nutrito filone della giurisprudenza di legittimità secondo il quale, sebbene le garanzie per i vizi della cosa venduta derivino solo dal contratto definitivo di compravendita (e non dal preliminare), «il promissario acquirente può domandare, contestualmente all'esecuzione specifica dell'obbligo di concludere il contratto, la riduzione del prezzo per la presenza di vizi e difformità della cosa» ⁽²⁹⁸⁾ in quanto «la pronunzia del giudice assume in tal caso la funzione di un legittimo *intervento riequilibrativo* delle contrapposte prestazioni, rivolto ad assicurare che l'interesse del promissario acquirente alla sostanziale conservazione degli impegni assunti non sia eluso da fatti ascrivibili al promittente venditore» ⁽²⁹⁹⁾. Secondo la

⁽²⁹⁷⁾ Il richiamo è in ASCARELLI, *Antigone e Porzia*, in *Problemi giuridici*, 1959, Varese, p. 11 ss.; cfr. anche il rilievo di BIANCA, *L'autonomia dell'interprete: a proposito del problema della responsabilità contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, p. 487, che si interroga se la cavillosa interpretazione del contratto da parte di Porzia fosse realmente interpretazione o, piuttosto, un espediente per mutarne gli effetti e, conseguentemente, si chiede se attraverso questo tipo di interpretazione non si finisca per legittimare una sostanziale alterazione della legge.

⁽²⁹⁸⁾ Cass., 27 febbraio 1985, n. 1720, in *Foro it.*, 1985, I, c. 1697 ss., con nota di Macario; in senso conforme, *ex pluribus*, Cass., 17 novembre 1990, n. 11126, in *Foro it. c.d. rom.*; Cass., 24 novembre 1994, n. 9991, in *Foro it. c.d. rom.*; Cass., 19 dicembre 2000, n. 15958, in *Foro it. c.d. rom.*; Cass., 16 luglio 2001, n. 9636, in *Foro it. c.d. rom.*; Cass., 8 ottobre 2001, n. 12323, in *Foro it. c.d. rom.*

⁽²⁹⁹⁾ Cass., 16 luglio 2001, n. 9636, cit., ove si afferma che «tale principio, lungi dal rappresentare un ostacolo all'accoglimento di una nozione più ampia di "rimedio specifico", giustifica esattamente la tesi opposta perché il rigoroso rispetto della volontà espressa dalle parti in sede di preliminare esige che la sentenza costitutiva si faccia carico anche di risolvere i problemi di equilibrio tra le prestazioni eventualmente sopravvenuti nelle more. L'argomento della giurisprudenza contraria è in altre parole ribaltabile a favore del promissario. Proprio consentendo al promittente un illimitato potere di modificare ad arbitrio la propria prestazione reale, ferma restando quella formale di prestare il proprio consenso alla stipula del definitivo, si otterrebbe il risultato di dare a quest'ultimo contratto un contenuto sostanzialmente diverso dal preliminare. In realtà il principio secondo il quale la sentenza deve riprodurre il contenuto del

Cassazione, infatti, «la riduzione del prezzo, come rimedio conservativo del rapporto, è da preferire alla risoluzione» e «la riduzione del prezzo non è uno strumento esclusivo del contratto di vendita, ma piuttosto un rimedio a carattere più generale per i contratti a prestazioni corrispettive, volte a salvaguardare l'equilibrio sinallagmatico delle prestazioni»: secondo la Corte, infatti, «l'immodificabilità della regolamentazione pattizia fissata in sede di preliminare non può essere intesa in senso assoluto e rigido, e va ulteriormente osservato che, ove il promissario interessato a conseguire la proprietà del bene oggetto del preliminare fosse costretto a corrispondere lo stesso prezzo inizialmente pattuito, nonostante le inesattezze e i vizi successivamente palesatisi, lungi dal rispettare il contenuto precettivo del contratto preliminare, si otterrebbe il risultato contrario: un regolamento definitivo sostanzialmente difforme dallo schema previsto e voluto dalle parti. Non senza dire che si permetterebbe al promittente di modificare liberamente la prestazione a suo carico»⁽³⁰⁰⁾.

Un'ultima considerazione si impone: i violenti colpi assestati dagli arieti asiatici alle porte lignee della *civitas* occidentale, graziosamente intarsiate con codificazioni dogmaticamente quasi perfette, oltre a produrre inquietanti scricchiolii oramai non più suscettibili di essere ignorati, inducono a prendere in seria considerazione la circostanza che la disciplina dell'*hardship*, da tempo presente nei codici algerino, egiziano e russo⁽³⁰¹⁾, proprio attraverso la valorizzazione della clausola generale di buona fede ha

contratto preliminare si spiega nel senso che il giudice non può, in mancanza di sufficienti elementi del preliminare che consentano di determinare la volontà negoziale, sostituirsi alla parte inadempiente e perfezionare in tal modo il contratto definitivo. Ma quando è la stessa situazione di squilibrio fra le prestazioni, determinata dalla presenza di vizi nel bene, ad esigere un adeguamento del sinallagma (effettuato tra l'altro con riferimento al rapporto proporzionale di valore tra bene e prezzo nell'ambito della contrattazione preliminare), non s'incontra alcun ostacolo all'ammissibilità di una pronuncia, accessoria a quella sostitutiva del consenso, che ristabilisca l'equilibrio contrattuale»; Cass., 19 dicembre 2000, n. 15958, cit.; Cass., 24 novembre 1994, n. 9991, cit.

⁽³⁰⁰⁾ Cass., 27 febbraio 1985, n. 1720, cit.

⁽³⁰¹⁾ CIRIELLI, *Clausola di hardship e adattamento nel contratto commerciale internazionale*, in *Contratto e impresa/Europa*, 1998, p. 786.

ricevuto accoglimento anche nell'ordinamento cinese ⁽³⁰²⁾, con il quale le nostre imprese si troveranno sempre più in contatto e dal quale, inevitabilmente, il nostro sistema giuridico è destinato ad essere influenzato, pena un pericoloso isolamento internazionale. In ciò, si è detto, si sta compiendo una rivincita della storia, giacché Cina e Giappone, che un secolo fa avevano recepito i codici occidentali, nell'applicazione dei predetti codici «non si riflettono affatto nello «specchio dei diritti occidentali», e anzi rifiutano le prassi interpretative e le sistemazioni teoriche di giudici e giuristi dell'Occidente» ⁽³⁰³⁾. Detti ordinamenti, infatti, danno particolare risalto alle clausole generali come quella di buona fede, rifiutandosi tuttavia di procedere ad una tipizzazione delle fattispecie, con il risultato di giungere ad una sorta di diritto libero, in cui buona fede ed equità tendono a coincidere, «approdando al risultato di svuotare di contenuto tanto la volontà contrattuale quanto la disciplina codicistica del contratto» ⁽³⁰⁴⁾. Analogamente a quanto previsto dai Principi UNIDROIT (art. 3.10 e 6.2.1-6.2.2-6.2.3), la riforma cinese delle obbligazioni del 1999 disciplina la *gross disparity* e l'*hardship*, consentendo, rispettivamente, l'annullamento del contratto per manifesta iniquità (art. 52 n. 2), anche in assenza di un abuso della posizione di debolezza della controparte ⁽³⁰⁵⁾, e la correzione del contratto divenuto squilibrato da parte del giudice (art. 61). Un'ulteriore conferma dell'evoluzione in atto si è avuta, come si è già visto, con l'introduzione di una disciplina dell'*hardship* anche in un'importante codificazione

⁽³⁰²⁾ TIMOTEO, *Il contratto in Cina e Giappone nello specchio dei diritti occidentali*, Padova, 2004, p. 338, la quale precisa che la disposizione specifica sull'*hardship*, prevista dall'art. 77 del Progetto del 1998, è scomparsa nel testo definitivo entrato in vigore il 1° ottobre 1999, ma solo in quanto l'ampio accoglimento del principio di buona fede ricomprenderebbe in sé la possibilità di adattare o risolvere il contratto nell'ipotesi di sopravvenienze imprevedibili ed inevitabili.

⁽³⁰³⁾ GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, p. 38.

⁽³⁰⁴⁾ ID., *ibidem*; TIMOTEO, cit., p. 24.

⁽³⁰⁵⁾ In questo senso, espressamente, il *Commento ai Principi* elaborato da Unidroit, Roma, 2004, versione italiana a cura di BONELL, p. 63.

occidentale quale quella tedesca (§ 313 BGB)⁽³⁰⁶⁾. I nostri *mercatores*, inoltre, già oggi stanno toccando con mano gli effetti della *Nuova lex mercatoria*, che viene loro applicata sotto la veste di «usi del commercio» in caso di controversie con controparti straniere che vedano coinvolto un collegio arbitrale⁽³⁰⁷⁾, posto il rimando dell'art. 834 c.p.c. ai predetti usi⁽³⁰⁸⁾.

Orbene, venendo alla pronuncia del Tribunale di Ivrea sopra richiamata, è importante osservare che la conclusione del giudice secondo la quale la buona fede non potrebbe indurre a «sostituire i termini essenziali dell'accordo stesso, vale a dire nel caso di specie il prezzo di esercizio e/o la scadenza dell'opzione», configge in primo luogo con la soluzione condivisa sullo stesso punto dai vari ordinamenti stranieri sopra richiamati e, in special modo, con quella prescelta nell'ordinamento tedesco, ove si adotta la soluzione opposta proprio in virtù del principio di buona fede. La pronuncia in esame, inoltre, si pone in contrasto con la sopra descritta evoluzione del nostro ordinamento giuridico nonché con gli stessi precedenti italiani che essa stessa richiama quali Cass. 4 marzo 2003, n. 3185, che ha affermato che il giudice può sindacare il comportamento delle parti giungendo a richiedere loro una condotta diversa da quella risultante dalla lettera del contratto e ha cassato la decisione del giudice di merito che aveva escluso ogni violazione di obblighi, contrattuali e di comportamento secondo buona fede, nella mancata, tempestiva cancellazione ipotecaria da parte del promittente venditore di un immobile che nel preliminare si era obbligato a compiere tale cancellazione «entro il rogito definitivo». Secondo la Corte, infatti, il promittente venditore, sapendo che il promissario acquirente aveva stipulato un contratto di mutuo con una banca al fine di adempiere alla sua residua obbligazione di versamento del

⁽³⁰⁶⁾ MEMMO, *Il nuovo modello tedesco*, cit., p. 821.

⁽³⁰⁷⁾ È il caso, ad esempio, del lodo arbitrale Alpa-Sbisà-Nanni, 15 luglio 2004, commentato da MARASCO in *La rinegoziazione*, cit.

⁽³⁰⁸⁾ GALGANO, *La globalizzazione*, cit., p. 76.

prezzo ed aveva condizionato il mutuo stesso alla possibilità per la banca di iscrivere un'ipoteca, aveva l'obbligo, alla stregua del principio di buona fede nell'esecuzione del contratto, di procedere tempestivamente alla cancellazione ipotecaria - in epoca, dunque, precedente il rogito - onde consentire la convenuta iscrizione alla banca mutuante. Proprio questo caso dimostra che, sebbene il contratto indicasse un termine preciso per il compimento di una certa attività di una parte, una condotta di buona fede imponeva a quella parte di anticipare il termine medesimo, modificando così il termine contrattualmente previsto. La Corte di Cassazione, nella pronuncia richiamata dal Tribunale di Ivrea di cui si è appena detto, ha dunque raggiunto una conclusione diametralmente opposta a quella indicata dal Tribunale medesimo.

L'affermazione secondo la quale le clausole generali di correttezza e buona fede non introdurrebbero nei rapporti giuridici diritti e obblighi diversi da quelli legislativamente o contrattualmente previsti ma sarebbero destinate ad operare all'interno dei rapporti medesimi, in funzione integrativa di altre fonti, inoltre, si pone in contrasto con la giurisprudenza maggioritaria del supremo collegio, che si esprime nel senso che «il principio di buona fede contrattuale, sancito dall'art. 1375 c.c. ha proprio la portata di ampliare (ovvero di restringere) gli obblighi letteralmente assunti con il contratto, nei casi, e nella misura in cui, farli valere letterale tenore contrasterebbe con detto principio, il quale opera essenzialmente come un criterio di reciprocità che deve essere osservato vicendevolmente dalle parti del rapporto obbligatorio»⁽³⁰⁹⁾.

Le considerazioni sopra esposte inducono a concludere che i regolamenti, quale quello esaminato dal Tribunale di Ivrea, che in contrasto con la buona fede determinano una limitazione della responsabilità dell'emittente non negoziata né espressamente

⁽³⁰⁹⁾ Cfr., ad es., Cass., 10 ottobre 2003, n. 15150, in *Foro it. cd rom*; Cass., 16 ottobre 2002, n. 14726, in *Danno e resp.*, 2003, 174, con nota di Partisani; Cass., 5 novembre 1999, n. 12310, in *Foro it. cd rom*; Cass., 6 febbraio 1997, n. 1123, in *Foro it. cd rom*; Cass. 25 gennaio 1995, n. 888, in *Mass. Foro it.*, 1995.

approvata sono abusivi e/o vessatori e che, del pari, l'emittente che si rifiuti di rinegoziare il contratto dopo aver determinato, con precise scelte gestionali, una evidente alterazione (*in peius* per i portatori di *warrants*) della situazione di fatto altrimenti esistente viola altresì il dovere di buona fede nella fase esecutiva del contratto.

3(c) Sulla risolubilità del contratto di opzione sotteso ai warrants in caso di inadempimento dell'emittente quando il corrispettivo sia implicito nel prezzo dei titoli a cui i warrants siano stati abbinati

La prassi del mercato borsistico conosce, oltre alle emissioni di *warrants* «autonomi», frequenti casi di emissioni di *warrants* «abbinati» ad un diverso titolo, quale l'azione. Questa ipotesi, ad esempio, ricorreva anche nel caso esaminato nella sopra citata pronuncia del Tribunale di Ivrea del 1° settembre 2005, nel quale per ciascuna azione sottoscritta l'emittente aveva assegnato contestualmente al nuovo azionista un *warrant* che attribuiva il diritto (potestativo) alla sottoscrizione di una ulteriore azione per ogni *warrant*.

Con l'unitaria operazione economica consistente nell'emissione, a fronte dell'indicazione di un unico corrispettivo, di un pacchetto costituito da un'azione e da un *warrant* l'emittente mira ad ottenere l'ingresso immediato di nuovi soci nella società e ad incentivare questi stessi soggetti ad acquisire una ulteriore partecipazione nella società a condizioni prefissate. È interessante chiedersi se, in questa ipotesi, tra l'emittente ed il sottoscrittore si stipuli un unico contratto (avente una causa mista) ovvero due contratti distinti tra loro, sebbene economicamente collegati, analogamente a quanto, come vedremo nel prosieguo, si ritiene accadere in tema di obbligazioni convertibili e con *warrants*.

Ai fini dell'indagine è utile muovere dalla considerazione che la deliberazione assembleare di aumento di capitale a pagamento, alla quale viene data pubblicità con la pubblicazione nel registro delle imprese, è una proposta contrattuale e, in particolare, un'offerta al pubblico (art. 1336), mentre le sottoscrizioni delle azioni di nuova emissione equivalgono ad altrettante dichiarazioni di accettazione della proposta: con il perfezionamento dell'accordo, inoltre, non viene costituito un nuovo rapporto, separato dall'originario contratto di società, ma viene modificato quest'ultimo consentendo nuove adesioni al contratto originario ai sensi dell'art. 1332 c.c. ⁽³¹⁰⁾. Con il patto di opzione sotteso ai *warrants*, invece, l'emittente si impegna verso il portatore del *warrant* a mantenere ferma la propria proposta contrattuale e a questa situazione di soggezione dell'emittente corrisponde per il titolare del *warrant* un diritto potestativo alla conclusione di un contratto di sottoscrizione: l'esercizio di questo diritto, infine, determina il perfezionamento del suddetto contratto di sottoscrizione delle azioni di compendio. Ove dunque si qualificasse il contratto tra l'emittente ed il sottoscrittore–assegnatario di *warrants* come unico contratto misto, detto contratto dovrebbe essere misto di società e di opzione.

Un primo ostacolo ad una simile qualificazione come contratto misto, tuttavia, consiste nel fatto che l'opzione sottesa ai *warrants* spetta, appunto, ai soli titolari dei *warrants* e non ai soci che non ne siano titolari, con la conseguenza che la causa del contratto, per questi ultimi, resterebbe unicamente quella dell'originario contratto sociale.

Poiché inoltre all'opzione sottesa ai *warrants* emessi in abbinamento ad azioni offerte ad un valore superiore a quello di listino viene generalmente attribuita una causa

⁽³¹⁰⁾ GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, cit., p. 398, il quale specifica che la modificazione dello statuto si attua progressivamente, a misura che le azioni di nuova emissione vengono sottoscritte, secondo un meccanismo strutturalmente analogo a quello che regola la costituzione della società per azioni per pubblica sottoscrizione.

di scambio, non possono sottacersi le critiche avanzate all'accoglimento di ipotesi di mistione tra la causa del contratto di società e quella di un contratto di scambio «ove si condivide l'idea che mentre la prima esprime (...) un concetto dinamico, riferendosi all'attività esercitata per il conseguimento dello scopo geneticamente comune, la seconda riguarda invece lo scambio, considerando le prestazioni delle parti nella loro consistenza statica»⁽³¹¹⁾.

Un ulteriore decisivo segnale in senso contrario alla prospettazione di un contratto misto deriva dalla constatazione che il contratto di opzione incorporato nel *warrant* è destinato, per sua natura, a circolare autonomamente dal contratto di sottoscrizione, laddove, invece, il contratto con causa mista si caratterizza per il fatto di avere una causa unica e inscindibile, nella quale si combinano elementi di tipi diversi. L'unicità ed inscindibilità della causa, infine, sembra essere esclusa anche dal fatto che l'esercizio dell'opzione da parte del portatore del *warrant* è meramente eventuale, ben potendo egli non esercitare mai tale diritto o, ancora, cedere a titolo oneroso l'opzione medesima ad un soggetto terzo.

Appare dunque preferibile ritenere che, nel caso di emissioni di *warrants* abbinati ad azioni, i due contratti di società e di opzione siano uniti solo da un nesso economico, ossia siano stipulati l'uno in vista dell'altro, ciascuno però mantenendo la propria individualità e rimanendo soggetto alla propria disciplina giuridica, ciò che è proprio del collegamento negoziale⁽³¹²⁾.

⁽³¹¹⁾ SICCHIERO, *Il contratto con causa mista*, Padova, 1995, p. 328, il quale aggiunge che «in tal senso non può dunque esservi mistione perché in un caso il riferimento è indifferente rispetto alle prestazioni (si può avere società anche senza patrimonio laddove lo scopo di lucro sia perseguito mediante l'attività dei soci) mentre nell'altro lo è rispetto all'attività, anche se questa sia oggetto del contratto: nel senso che la funzione attiene alla valutazione sintetica degli elementi del contratto e degli effetti che questo produce».

⁽³¹²⁾ Cfr., *ex pluribus*, Cass., 28 giugno 2001, n. 8333, in *Giust. civ.*, 2002, I, p. 2875 ss.; Cass., 5 aprile 1984, n. 2217, in *Foro pad.*, 1984, I, 1.

Orbene, tornando alla sentenza del Tribunale di Ivrea, giova osservare che il giudice, richiamando la condivisibile opinione espressa dalla dottrina specialistica ⁽³¹³⁾, rileva che «i diritti del titolare del *warrant* possono essere violati dalla società emittente, sia direttamente (es. con il mancato rilascio dell'azione a seguito dell'esercizio dell'opzione), sia in modo indiretto (es. con deliberazioni sociali che incidendo sulla struttura, patrimoniale o organizzativa, della società emittente, siano idonee a incidere anche sull'oggetto dei diritti di sottoscrizione), a fronte delle quali violazioni il portatore del *warrant* (e non quindi solo il primo prenditore, come adombrato dalla convenuta) può chiedere una tutela giudiziaria. Tra le operazioni c.d. indirette che possono incidere sulle posizioni giuridiche dei portatori di *warrants*, assume certamente centralità quella dell'aumento di capitale durante la pendenza del periodo di esercizio dell'opzione»: il Tribunale, inoltre, richiamando ancora la medesima dottrina, osserva che «lo studio, anche comparatistico, dei mezzi di tutela approntati dagli operatori finanziari nei paesi ad economia di mercato in favore dei portatori di *warrants*, ha evidenziato che in tali ipotesi, da considerarsi quindi frequenti, «... la tecnica di protezione convenzionale correttamente ⁽³¹⁴⁾ impiegata è quella che consiste nel ridurre il prezzo unitario di sottoscrizione delle azioni optabili, lasciando inalterato il rapporto d'opzione originario», e ciò in base a clausole di salvaguardia, la cui efficacia varia a seconda delle diverse formule operative praticate».

Il Tribunale, nonostante questa premessa e pur rilevando che «non v'è dubbio che uno dei mezzi di tutela di fronte all'inadempimento della controparte contrattuale sia quello risolutorio» e che, nel caso in esame è «sicuramente plausibile ritenere che la società emittente abbia implicitamente fatto pagare ai sottoscrittori delle azioni di nuova

⁽³¹³⁾ GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 235.

⁽³¹⁴⁾ Trattasi di errore materiale del giudicante, il quale, nel richiamare l'opinione espressa da GUERRERA in *I warrants ecc.*, cit., p. 259, riporta l'avverbio «correttamente» in luogo di «correntemente», utilizzato da Guerrera.

emissione un costo *aggiuntivo* per il rilascio in abbinamento dei *warrants*», conclude che «tuttavia tale considerazione non può mutare la valutazione giuridica che dell'operazione finanziaria *de qua* va fatta, in cui l'assenza di un corrispettivo specifico ed esplicito per la consegna dei *warrants*, esclude la sinallagmaticità del rapporto ad essi relativo e con essa la domanda di risoluzione».

A detta conclusione il Tribunale perviene limitandosi a fare un esplicito ulteriore richiamo all'opinione espressa in dottrina da Fabrizio Guerrera, il quale ritiene che «l'esperibilità della risoluzione per inadempimento risulta radicalmente esclusa, allorché faccia difetto il requisito della sinallagmaticità» e che a questa «conclusione deve giungersi per quanto riguarda i *warrants* rilasciati in abbinamento a obbligazioni o ad azioni oggetto di contestuale emissione, verso un corrispettivo «implicito». Sembra, infatti, che la caratteristica della sinallagmaticità debba inerire alla struttura causale del contratto della cui risolubilità si discute, e non possa invece desumersi dalle condizioni alle quali è stipulato il negozio (di mutuo obbligazionario o di sottoscrizione azionaria) ad esso economicamente collegato»⁽³¹⁵⁾.

Con riguardo a detta impostazione si osserva, in primo luogo, che agli effetti pratici essa presenta inconvenienti di non scarso rilievo perché finisce per avallare eventuali abusi da parte dell'emittente. Quest'ultimo, infatti, al fine di evitare la risoluzione, potrebbe agilmente aggirare la previsione di cui all'art. 1453 c.c. mantenendo la gratuità formale dell'assegnazione dei *warrants* pur aumentando (come nel caso di specie) il prezzo dei titoli a cui i *warrants* vengano abbinati in maniera corrispondente al costo dei *warrants* medesimi: all'investitore sarebbe così sempre preclusa la possibilità di richiedere il rimedio risolutorio, ferma restando la sola possibilità di agire per il risarcimento del danno. La soluzione non è, evidentemente, appagante ed è giudicata a tal punto insoddisfacente dallo stesso Guerrera che questi, sia

⁽³¹⁵⁾ GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 235.

pure con alcune riserve, prospetta per l'investitore la possibilità di ricorrere a forme di tutela inibitoria atipica volte ad impedire che gli organi sociali adottino o eseguano deliberazioni lesive della sua posizione contrattuale ⁽³¹⁶⁾. Dall'accoglimento di questa soluzione, inoltre, deriverebbe necessariamente, quale corollario, la nullità di entrambi i contratti collegati (quello di sottoscrizione del contratto di società e quello di opzione) giacché essi, attraverso il meccanismo dello scorporo di una unitaria operazione economica in due distinti contratti, consentirebbero al contraente forte di privare il contraente debole (il consumatore-investitore) della tutela offertagli dalle norme imperative di legge in tema di risoluzione per inadempimento, ciò che invece, non è evidentemente possibile. Deve inoltre considerarsi che, in questo caso, il collegamento atipico creato dalle parti tra i due contratti di cui si discute scomponendo l'unitaria operazione economica di attribuzione di 1 azione e di 1 *warrant* a fronte di un unico corrispettivo non supererebbe il vaglio di meritevolezza di cui all'art. 1322 c.c., con la conseguenza che il contratto di assegnazione dei *warrant*, privo di qualsivoglia causa se visto isolatamente, sarebbe *a fortiori* colpito da nullità.

Muovendo dalla constatazione che la risoluzione per inadempimento si applica ai soli contratti a prestazioni corrispettive, ci si deve in primo luogo interrogare se, nel caso di *warrants* assegnati insieme alle azioni sottoscritte dagli investitori a fronte del versamento di un importo superiore al valore di quotazione proprio in virtù dell'abbinamento ai *warrants*, come era accaduto nel caso esaminato dal Tribunale di Ivrea, parlare di assenza di corrispettività in relazione all'assegnazione formalmente gratuita dei *warrants* non risponda ad una lettura eccessivamente formalistica ⁽³¹⁷⁾: ci si

⁽³¹⁶⁾ GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 238, il quale comunque formula questa proposta «con notevoli perplessità».

⁽³¹⁷⁾ Anche DI GAETANO, *Strumenti finanziari derivati e tutela dei risparmiatori. Gli speculatori meritano giustizia?*, cit., p. 331 ritiene che «parrebbe più corretto, difatti, desumere la sinallagmaticità del contratto di cessione del *warrant* sulla base del concreto assetto di interessi realizzato dalle parti, essendo quanto meno discutibile l'idea che una di queste possa sottrarsi alla più rigorosa disciplina prevista per l'inadempimento dei contratti onerosi

deve chiedere, in altre parole, se sia del tutto irrilevante il fatto che gli investitori avrebbero potuto acquistare sul mercato le medesime azioni ad un prezzo, quello di quotazione, inferiore a quello da loro versato se solo avessero rinunciato al contestuale acquisto dei *warrants*.

Ai fini dell'indagine è utile partire dal dato normativo ed osservare che l'art. 1453 c.c. limita l'applicabilità del rimedio della risoluzione non già ai contratti onerosi bensì ai «contratti con prestazioni corrispettive». Deve inoltre considerarsi che, come è stato correttamente ricordato in dottrina, se «la natura onerosa o gratuita di un contratto è fondamentale per definirne la causa», «reciprocamente, l'identificazione della causa (concreta) del contratto può essere decisiva per definirne la natura onerosa o gratuita»⁽³¹⁸⁾. Anche recentemente, inoltre, la Cassazione ha posto in risalto che la causa del contratto deve essere intesa non già in maniera astratta ma, all'opposto, in concreto, giacché essa è la «sintesi degli interessi reali che il contratto stesso è diretto a realizzare (al di là del modello, anche tipico, adoperato). Sintesi (e dunque ragione concreta) della dinamica contrattuale, si badi, e non anche della volontà delle parti. Causa, dunque, ancora iscritta nell'orbita della dimensione funzionale dell'atto, ma, questa volta, funzione individuale del singolo, specifico contratto posto in essere, a prescindere dal relativo stereotipo astratto, seguendo un *iter* evolutivo del concetto di funzione economico-sociale del negozio che, muovendo dalla cristallizzazione normativa dei vari tipi contrattuali, si volga infine a cogliere l'uso che di ciascuno di essi hanno inteso compiere i contraenti adottando quella determinata, specifica (a suo modo unica) convenzione negoziale»⁽³¹⁹⁾.

semplicemente imputando formalisticamente l'altrui prestazione per intero a diversa contropartita».

⁽³¹⁸⁾ ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2001, p. 436; v. anche p. 389.

⁽³¹⁹⁾ Cass., sez. III civile, 8 maggio 2006, n. 10490, Presidente Preden, Relatore Travaglino.

Nel caso di emissioni di *warrants* «abbinati» senza la previsione di un corrispettivo esplicito ad un diverso titolo, quale l'azione, la cui sottoscrizione venga consentita a fronte di un corrispettivo più alto rispetto al valore di quotazione, è evidente che l'assegnazione dei *warrants* rientra in un'unitaria e complessa operazione economica che prevede l'afflusso di nuovi capitali alla società mediante una procedura di aumento di capitale da realizzarsi in due *tranche*, delle quali la prima viene realizzata mediante l'immissione immediata di nuove azioni sul mercato e la seconda attraverso la contestuale emissione di *warrants* il cui esercizio determina (potenzialmente) la sottoscrizione di ulteriori azioni: da ciò è possibile ricavare che l'assegnazione dei *warrants* trova la propria ragione giustificativa nella sottoscrizione delle azioni a determinate condizioni e, reciprocamente, la sottoscrizione a quelle particolari condizioni si giustifica proprio per la contestuale assegnazione dei *warrants* e con la conseguente stipula di un contratto di opzione: tra i due contratti (quello di società e quello di opzione), pertanto, sembra esservi quel nesso di reciproca interdipendenza che caratterizza il collegamento contrattuale funzionale, il quale appunto ricorre quando i vari contratti, pur conservando l'individualità di ciascun tipo negoziale, vengano tuttavia concepiti e voluti come avvinti teleologicamente da un nesso di reciproca interdipendenza, sì che le vicende dell'uno debbano ripercuotersi sull'altro condizionandone la validità e l'efficacia ⁽³²⁰⁾.

Orbene, sebbene il rimedio della risoluzione per inadempimento possa essere richiesto solo per i contratti a prestazioni corrispettive, deve anche considerarsi che, quando tra più contratti vi è un collegamento funzionale, il vincolo della corrispettività può considerarsi esistente tra le prestazioni derivanti da contratti collegati, nonostante

⁽³²⁰⁾ CARNEVALI, in CARNEVALI-LUMINOSO-COSTANZA, *Della risoluzione per inadempimento*, in Commentario Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1990, p. 44.

essi siano strutturalmente autonomi ⁽³²¹⁾: come infatti si può avere un solo contratto con più prestazioni da ambo le parti, così è possibile una pluralità di contratti con due sole prestazioni complessivamente da eseguire ⁽³²²⁾.

Il Tribunale di Ivrea, invece, pur osservando che nel caso in esame è «sicuramente plausibile ritenere che la società emittente abbia implicitamente fatto

⁽³²¹⁾ Cass., 11 marzo 1981, n. 1389, in *Giur. it.*, 1982, I, 1, c. 378, ove si afferma che «il vincolo di corrispettività tra due o più prestazioni (...) può sussistere anche rispetto a prestazioni scaturenti da contratti strutturalmente autonomi, purché questi siano stati posti dalle parti in un rapporto di collegamento funzionale tale da dare un assetto unitario all'affare» e si ritiene possibile sollevare l'eccezione di inadempimento «anche quando si tratti di prestazioni, in relazione di corrispettività, il cui obbligo sia generato da contratti distinti ed autonomi, ma quando siano collegati tra loro. E deve trattarsi di collegamento giuridico, non meramente economico: ciascun contratto è autonomo perché identificato, nella sua individualità ontologica, dalla sua funzione economico sociale, diversa ed autonoma nell'una e nell'altro; ma le due diverse ed autonome funzioni economico-sociali sono in rapporto di interdipendenza perché tendenti ad un complessivo assetto economico tra le parti, le quali, appunto a tal fine, rendono interdipendenti i due contratti distinti ed autonomi, nel senso che la validità, l'efficacia e l'esecuzione dell'uno condizionano la validità, l'efficacia e l'esecuzione dell'altro»; vedi Cass., 19 aprile 1979, n. 2204, in *Giur. it. Rep.*, 1979, voce *Obbligazioni e contratti*, 492; Cass., 8 settembre 1970, n. 1358, in *Foro it.*, 1970, I, c. 2426; in dottrina si veda, per tutti, CARNEVALI, *Della risoluzione per inadempimento*, cit., p. 44 ss.

⁽³²²⁾ CASTIGLIA, *Negozi collegati in funzione di scambio (Su alcuni problemi del collegamento negoziale e della forma giuridica delle operazioni economiche di scambio)*, in *Riv. dir. civ.* 1979, II, p. 397 ss., specie p. 405 ss., il quale, proprio prendendo ad esempio il caso di più negozi collegati di cui uno formalmente gratuito, afferma che anche un complesso di negozi collegati per la realizzazione di un affare di scambio può essere fatto oggetto di un giudizio rescissorio a norma degli artt. 1447 e 1448 c.c. (pp. 406-407) e successivamente rileva che «conclusioni analoghe implica il tema della risoluzione, per la quale una serie di norme dimostra la necessità di assumere ad oggetto del giudizio, con riguardo all'ipotesi del collegamento in funzione di scambio, la sostanza dell'operazione economica e non le forme singole in cui essa si esprime» (p. 409); ROSSETTI, in *I contratti in generale, Risoluzione, inadempimento, impossibilità sopravvenuta, eccessiva onerosità*, a cura di ROSSETTI-BALLETTI-MARTINO, XIII, Torino, 2000, p. 62, il quale afferma che «se più negozi sono stati posti in essere in vista di un fine unitario, è concepibile un nesso di sinnallagmaticità tra la prestazione sorta dal contratto A e quella sorta dal contratto B, quando A e B siano teleologicamente preordinati al conseguimento di uno scopo unico. Questa conclusione è stata formulata dalla Suprema Corte (...) con riferimento alla opponibilità dell'eccezione di inadempimento, ma essa sarà *a fortiori* valida per l'ipotesi dell'azione di risoluzione (...)»; CIRILLO, *Negozi collegati ed eccezione di inadempimento*, nota a commento a Cass. 11 marzo 1981, n. 1389, in *Giur. it.*, 1982, c. 377 ss., specie c. 381, ove si afferma che «non si vede quale ragione, giuridicamente valida, impedisca che la corrispettività sussista anche tra prestazioni derivanti da contratti strutturalmente autonomi, ma funzionalmente collegati tra di loro».

pagare ai sottoscrittori delle azioni di nuova emissione un costo aggiuntivo per il rilascio in abbinamento dei *warrants*» (e dunque riconoscendo l'unitarietà dell'operazione economica), non ha dato rilievo all'esistenza tra i due contratti di un collegamento negoziale e all'esistenza di un rapporto di corrispettività tra il corrispettivo (più alto rispetto a quello di quotazione della sola azione) versato dall'investitore da un lato ed il trasferimento della proprietà sia delle azioni sia dei *warrants* dall'altro. Deve invece segnalarsi che l'unitarietà dell'operazione offre al contratto di assegnazione dei *warrants* la propria giustificazione economica, consentendo di mantenerlo valido anche qualora, come (forse inconsapevolmente) sembra fare il Tribunale di Ivrea, si qualifichi il contratto di assegnazione dei *warrants* come contratto gratuito atipico ⁽³²³⁾. La corrispettività tra il trasferimento della proprietà dei *warrants* da parte dell'emittente e la somma unitaria versata dall'investitore, peraltro, appare confermata dal fatto che nel caso in esame l'investitore, sottoscrivendo l'aumento di capitale, non aveva ottenuto l'acquisto di un bene (l'azione) al suo prezzo di mercato (ossia il valore di quotazione) e la contestuale assegnazione «in premio» di un ulteriore bene (il *warrant*) offertogli al fine di invogliarlo all'acquisto del primo ⁽³²⁴⁾

⁽³²³⁾ Sul contratto gratuito atipico si veda, tra gli altri, MANZINI, *Il contratto gratuito atipico*, in *Contratto e impresa*, 1986, p. 909 ss.

⁽³²⁴⁾ È questa l'ipotesi esaminata da MANZINI, *Il contratto gratuito atipico*, cit. specie p. 932 ss., la quale ritiene che in questi casi non si possa far rientrare il contratto avente ad oggetto il bene-omaggio come oneroso bensì come contratto gratuito atipico: l'Autrice, peraltro si pone in consapevole contrasto con le uniche pronunce di merito note, nelle quali, invece, si era comunque ritenuto che il contratto fosse in ultima analisi riconducibile allo scambio: cfr. Pret. Parma, 16 febbraio 1961, in *Foro pad.*, 1962, c. 138, in cui si afferma che «la dazione di un omaggio, anche se rivestita da una definizione di dono, non si allontana dalla figura economica di scambio di beni equilibrata dal movimento di ricchezza verso il venditore, equivalente al valore della stessa cosa data apparentemente come premio»; Pret. Torino, 10 ottobre 1960, in *Giur. it.*, 1960, I, 2, c. 882 ss., in cui, invece, pur affermandosi che solo «a prima vista potrebbe sembrare che l'omaggio costituisca un contratto di donazione (e di donazione di modico valore si tratta infatti indubbiamente) che si affianca al contratto di compravendita restandone del tutto autonomo e indipendente», «in realtà, ad un esame più approfondito non può sfuggire l'intimo collegamento che c'è fra compravendita e offerta dell'omaggio. Infatti l'omaggio serve a stimolare, a facilitare il processo di formazione della volontà contrattuale *a parte emptoris*, sì da

bensi, proprio in ragione dell'ulteriore attribuzione del *warrant*, aveva ottenuto l'assegnazione di quel medesimo bene (l'azione) a fronte di un corrispettivo superiore al valore di quotazione dell'azione medesima per tutto il periodo in cui è rimasta valida l'offerta del pacchetto «1 azione + 1 *warrant*».

Deve inoltre segnalarsi che Guerrera (ossia l'autore che ha formulato l'opinione sulla quale si fonda la decisione in esame) si dichiara consapevole del fatto che la soluzione da lui prescelta «si pone in contrasto con l'orientamento della prevalente dottrina in tema di obbligazioni convertibili, incline a riconoscere all'investitore - il cui diritto di conversione sia stato conculcato illecitamente - la possibilità di avvalersi del rimedio risolutorio per estinguere in anticipo il rapporto di finanziamento, in danno della società emittente»⁽³²⁵⁾. La diversità di soluzione, tuttavia, secondo l'autore citato, «si giustificerebbe in considerazione del fatto che, mentre la facoltà di conversione inerisce *stricto sensu* alle condizioni del prestito ed integra un aspetto essenziale della

giocare talvolta come elemento senza il quale il compratore non avrebbe comprato quel tale tipo di prodotto o non lo avrebbe comprato presso il tale venditore»: la conclusione del Pretore è che «esiste quindi un chiaro collegamento di carattere funzionale. Ed anzi, il collegamento appare così stretto da far dubitare persino della totale gratuità dell'omaggio e da adombrare l'ipotesi di un collegamento di natura strutturale, perché l'omaggio-premio è spesso una donazione soltanto apparente, il cui valore è incluso (anche solo in parte) nel prezzo del prodotto compravenduto o costituisce l'equivalente di uno sconto sul prezzo del prodotto stesso». Fattispecie quali quelle di cui alle pronunce richiamate vengono ricondotte nello schema dello scambio anche da PINO, *Il contratto con prestazioni corrispettive*, Padova, 1963, p. 99 ss., specie p. 128, il quale ritiene che l'unica alternativa possibile è quella tra scambio e liberalità (p. 106) ed afferma comunque la distinzione tra onerosità e corrispettività, rilevando che «se è vero che la corrispettività degli effetti rivela la esistenza dello scambio economico, non è vero l'inverso, dato che lo scambio economico può essere attuato anche con contratti che non producono siffatta corrispettività, come avviene nei contratti associativi, ovvero con il collegamento di più contratti diversi e autonomi, oltre che con la promessa, dalla quale sorge la pretesa al destinatario, solo se e quando questi abbia eseguito la prestazione indicata» (pp. 107-108).

⁽³²⁵⁾ Lo stesso Guerrera richiama sul punto le opinioni espresse in dottrina in senso favorevole alla legittimazione dell'obbligazionista ad avvalersi degli ordinari strumenti di reazione contro l'inadempimento, tra cui la risoluzione, sebbene non sempre espressamente menzionata, e cita, tra gli altri, PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, I, p. 212; CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 144; CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., p. 470; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 236.

posizione giuridica dell'obbligazionista, il diritto documentato nel buono (cartolarmente autonomo o comunque separabile) costituisce una situazione soggettiva distinta, suscettibile di trasferimento, le cui vicende non incidono sul ciclo attuativo del mutuo. Opinare diversamente significherebbe anettere al collegamento tra i due negozi una rilevanza che è palesemente contraddetta dalla logica finanziaria dell'operazione, ispirata alla volontà di scindere il rimborso del prestito obbligazionario dall'esecuzione dell'aumento di capitale «condizionato»»⁽³²⁶⁾.

Orbene, sia consentito qui rilevare, in senso difforme dall'opinione appena riportata, che tanto nel caso delle obbligazioni convertibili⁽³²⁷⁾ quanto, ad esempio, in quello delle obbligazioni con *warrants* si è in presenza di due contratti collegati consistenti in un contratto di mutuo ed in un contratto di opzione relativo alla partecipazione alla società⁽³²⁸⁾, le cui azioni sono dedotte in conversione nel primo caso e come oggetto del diritto potestativo di sottoscrizione e/o di acquisto nel secondo. La idoneità alla circolazione dei *warrants*, in particolare, non sembra ostare in maniera ineluttabile alla esistenza di un collegamento contrattuale funzionale tra il contratto di opzione ad essi sotteso e quello di acquisto delle azioni o delle obbligazioni in quanto l'eventuale autonoma cessione del *warrant* non fa comunque venire meno la posizione di soggezione e gli obblighi gravanti sull'emittente-contraente ceduto, il quale deve essere consapevole che un eventuale inadempimento degli obblighi nei confronti dei portatori dei *warrants* è idoneo a determinare lo scioglimento del rapporto contrattuale

⁽³²⁶⁾ GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 235 ss.

⁽³²⁷⁾ È opportuno precisare che ai fini dell'indagine, per ragioni di semplicità, si prendono qui come riferimento le obbligazioni con *warrant* per la maggiore vicinanza alle obbligazioni convertibili: anche esaminando l'ipotesi di emissioni di *warrants* annessi ad azioni, tuttavia, si perviene comunque ad analoghe conclusioni.

⁽³²⁸⁾ CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 245; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 270, ove ulteriori riferimenti alle opinioni conformi espresse in dottrina da Minervini, De Martini, De Marchi, Colussi, Scorza, Buonocore, e Galgano.

esistente con questi ultimi. Anche in presenza di contratti collegati (i quali peraltro, possono essere conclusi anche da parti diverse, come accade ad esempio nel caso di vendita dell'*hardware* alla casa madre e contratto di *software* concluso con altra società del gruppo) ⁽³²⁹⁾, infatti, non si può aprioristicamente escludere che uno di essi venga ceduto ad un soggetto terzo: l'unica peculiarità, nel caso dei *warrants*, consiste nel fatto che per la circolazione del contratto di opzione ad essi sotteso non sarà necessario il consenso del contraente ceduto ma sarà sufficiente il rispetto delle regole relative alla circolazione dei titoli di credito. Non vi è, pertanto, alcun ostacolo insuperabile all'applicazione di una disciplina uniforme alle obbligazioni convertibili ed alle obbligazioni con *warrants*, sicché nel caso in esame la domanda di risoluzione del contratto per inadempimento del contratto di opzione sotteso ai *warrants* avrebbe dovuto essere considerata ammissibile.

4. *Gli aumenti di capitale gratuiti*

L'art. 2442 c.c. stabilisce che l'aumento di capitale gratuito può attuarsi attraverso l'imputazione a capitale delle riserve e di altri fondi iscritti a bilancio in quanto disponibili. Anche in questo caso, così come per l'aumento di capitale a titolo oneroso, si attua una modifica del capitale sociale e, conseguentemente, dello statuto della società ma, a differenza che nell'aumento a titolo oneroso, il patrimonio netto della società subisce esclusivamente delle modifiche nella propria composizione interna

⁽³²⁹⁾ ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 391; per la riconduzione alla disciplina dei contratti collegati della vendita (o locazione o *leasing*) dell'*hardware* da un lato e della locazione del *software* dall'altro già GALGANO, da ultimo in *Diritto civile e commerciale*, cit., II, 1, p. 237 ss. e II, 2, p. 254 ss. Per un'applicazione v. anche Cass., 8 settembre 1970, n. 1358, cit.

ma non nel suo valore complessivo: muta dunque il capitale sociale ma non il patrimonio sociale.

I portatori dei *warrants*, anche in questa circostanza, subiscono il rischio dell'annacquamento dei propri diritti, che può manifestarsi con la riduzione della frazione del capitale sociale della società alla quale essi credevano di aver acquisito il diritto. Essi, inoltre, soggiacciono ad un aumento del rischio che l'esercizio del diritto di opzione si riveli poco o per nulla conveniente al momento dello scadere del termine⁽³³⁰⁾.

Al fine di neutralizzare il più possibile gli effetti distorsivi dell'evento, come imposto dal Regolamento di Borsa, si rende necessario che venga ripristinata l'originaria proporzione tra l'ammontare del capitale sottoscritto (pari all'importo nominale globale delle azioni emesse) e quello del capitale deliberato «a servizio» dei titoli di compendio⁽³³¹⁾, ferma restando l'invariata consistenza effettiva del patrimonio sociale.

I regolamenti degli emittenti, per questa tipologia di aumento, tendono ad equiparare la posizione del titolare di *warrants* a quella del titolare di obbligazioni convertibili, a tutela del quale il quinto comma dell'art. 2420 *bis* del codice civile, con soluzione anche autorevolmente avversata in sede dottrinale⁽³³²⁾, prevede che «nei casi di aumento del capitale mediante imputazione di riserve e di riduzione del capitale per

⁽³³⁰⁾ Si veda, per quanto riguarda le obbligazioni convertibili, tra i molti, DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 174, il quale afferma che in termini impressionistici un aumento gratuito ha per gli obbligazionisti lo stesso effetto che avrebbe per i soci un aumento di capitale con emissione a favore di terzi a prezzo «zero».

⁽³³¹⁾ Secondo GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 279 ss., è questo l'effetto del quinto comma dell'art. 2420 *bis*, che, per le obbligazioni convertibili, richiede che in caso di aumento di capitale gratuito venga modificato il rapporto di cambio.

⁽³³²⁾ FERRI, *Le società*, in *Trattato del diritto civile italiano fondato da Vassalli*, Torino, 1987, p. 518, che giudica «infelice» la soluzione ed afferma che l'aumento gratuito avrebbe giustificato l'attribuzione straordinaria del diritto di conversione, ma non la modifica del rapporto di cambio.

perdite, il rapporto di cambio è modificato in proporzione alla misura dell'aumento o della riduzione». Una parte dell'aumento di capitale, in questo caso, viene accantonata per gli obbligazionisti, con corrispondente limitazione (sia pure temporanea, se il diritto di conversione non verrà esercitato, o solo parziale, se verrà esercitato in parte) del diritto spettante agli azionisti ai sensi dell'art. 2441, commi 2° e 3° ⁽³³³⁾. Gli obbligazionisti, in questo modo, «conseguono in termini di mutato rapporto di cambio ciò che gli azionisti ottengono in forma di aumentato valore nominale delle azioni o di assegnazione gratuita di nuove azioni» ⁽³³⁴⁾.

Di norma, pertanto, i regolamenti degli emittenti prevedono convenzionalmente che, in caso di aumento gratuito del capitale in pendenza del termine per l'esercizio del *warrant*, il numero delle azioni sottoscrivibili con l'esercizio del *warrant* sarà incrementato con lo stesso moltiplicatore con cui le azioni di nuova emissione vengono attribuite a chi è già socio, ove l'aumento gratuito sia realizzato mediante assegnazione di nuove azioni ai soci. Qualora invece l'aumento venga attuato mediante l'aumento del valore nominale delle azioni esistenti, i regolamenti generalmente prevedono che ad essere incrementato sia il valore nominale delle azioni sottoscrivibili.

Una possibile modalità alternativa di tutelare i portatori dei *warrants* nei casi di aumento di capitale gratuito è stata individuata, nella prassi, riconoscendo agli stessi la facoltà di esercitare anticipatamente il diritto di opzione al fine di partecipare successivamente, in qualità di nuovi azionisti, ai benefici dell'aumento gratuito di capitale ⁽³³⁵⁾. In tema di obbligazioni convertibili, peraltro, detta soluzione è stata autorevolmente giudicata preferibile rispetto a quella prevista dal legislatore sulla base del rilievo che «le riserve, anche prima della imputazione a capitale, hanno una

⁽³³³⁾ Così GALGANO, *Le società*, cit., p. 418; nello stesso senso, tra i molti, CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, cit., p. 251 nonché EAD., *Società per azioni*, tomo IV, *Delle obbligazioni*, cit., p. 260 ss.

⁽³³⁴⁾ Così GALGANO, *Le società*, cit., p. 418.

⁽³³⁵⁾ MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 21.

incidenza sul contenuto economico dell'azione sulla base del quale il rapporto di cambio è stabilito e quindi (...) l'aumento gratuito deve andare comunque a vantaggio dell'obbligazionista» ⁽³³⁶⁾. Questa diversa soluzione, tuttavia, non sembra idonea a tutelare gli obbligazionisti (così come i portatori dei *warrants*) dal rischio di diluizione allo stesso modo di quella che prevede la modifica del rapporto di cambio. L'attribuzione straordinaria della facoltà di conversione, infatti, pone l'investitore di fronte all'(ingiusta) alternativa di convertire anticipatamente l'obbligazione (o, nel caso dei *warrants*, di anticipare l'esercizio del proprio diritto di opzione) e, conseguentemente, di partecipare all'aumento gratuito del capitale sociale, perdendo però così la possibilità di fruire di tutto il tempo a propria disposizione per valutare la convenienza dell'esercizio di tale diritto alla luce dell'andamento del titolo sottostante, ovvero di non convertire (o, nel caso dei *warrants*, di non anticipare l'esercizio del proprio diritto di opzione), subendo però in tal modo l'annacquamento del proprio diritto ⁽³³⁷⁾.

Resta fermo, in ogni caso, che quando il regolamento di emissione contiene un meccanismo di adeguamento, come il regolamento di borsa impone per i *warrants* quotati, la società emittente i titoli di compendio, a prescindere dalla legittimità di un'applicazione analogica – invocata da parte della dottrina – della sopra richiamata disposizione di legge, è vincolata per effetto della delibera assembleare con la quale la società medesima si è impegnata a variare, in caso di futuri aumenti di capitale gratuiti, le condizioni di esercizio dei *warrants* ⁽³³⁸⁾: detta delibera, come si è già visto, si configura come una proposta contrattuale, che incontra la propria accettazione

⁽³³⁶⁾ FERRI, *Le società*, in *Trattato del diritto civile italiano fondato da Vassalli*, cit., p. 518.

⁽³³⁷⁾ In questi termini anche DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 178.

⁽³³⁸⁾ MARCHETTI, *Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, cit., p. 233; CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, cit., p. 73.

nell'acquisto del *warrant* da parte dell'investitore. Deve essere condiviso, al riguardo, il rilievo secondo il quale, al fine di neutralizzare l'effetto distorsivo dell'evento, come imposto dal regolamento di Borsa, l'impegno economico richiesto ai portatori dei *warrants* deve essere mantenuto immutato, sicché è necessario che, ove l'aumento sia stato attuato mediante un incremento del numero di azioni sottoscrivibili, all'incremento del numero delle azioni sottoscrivibili dal portatore dei *warrants* si accompagni una riduzione proporzionale del prezzo di esercizio dell'opzione. Del pari, ove l'aumento sia stato attuato mediante un incremento del valore delle azioni di compendio, deve essere mantenuto fermo il prezzo di esercizio. Operando su uno solo dei due elementi, infatti, non si riuscirebbe a preservare e a riprodurre nel nuovo assetto, in termini corrispondenti a quelli originari, la posizione dell'investitore ⁽³³⁹⁾.

È interessante osservare, inoltre, che la Riforma del diritto societario di cui al d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5 ha modificato anche l'art. 2346 c.c., la cui attuale formulazione consente l'emissione di azioni prive dell'indicazione del loro valore nominale: dette azioni riporteranno il numero complessivo delle azioni emesse e del capitale sociale, sicché il valore nominale di ciascuna azione si ricaverà dividendo il capitale sociale per il numero di azioni emesse. Questa tipologia di azioni, per ciò che qui rileva, semplifica l'aumento di capitale gratuito, non richiedendo più l'emissione di nuove azioni da assegnare gratuitamente agli azionisti o una espressa previsione circa l'aumento del valore nominale delle azioni ⁽³⁴⁰⁾. In quest'ultima ipotesi, pertanto, il valore nominale delle azioni oggetto di opzione si accrescerà automaticamente a seguito dell'aumento di capitale gratuito, con evidente semplificazione per quanto attiene alla tutela dei portatori dei *warrants* ⁽³⁴¹⁾.

⁽³³⁹⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 279 ss.

⁽³⁴⁰⁾ GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, cit., p. 206.

⁽³⁴¹⁾ MARCHETTI, *Le obbligazioni*, in AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, Milano, 2003, p. 226, il quale ritiene che l'emissione di azioni senza indicazioni del valore nominale potrà avere qualche riflesso sulla disciplina delle

Ci si può interrogare, infine, se, nel caso di *warrants* non quotati (ai quali non si applica il Regolamento di borsa), sussista a favore dei portatori dei *warrants* il diritto a richiedere un adeguamento nel caso di aumenti di capitale gratuito da parte della società. A tale quesito mi sembra possibile offrire una risposta affermativa in virtù del generale principio di buona fede nell'esecuzione del contratto, pur con la precisazione che detta clausola generale non impone di adottare necessariamente la soluzione scelta dal legislatore in tema di obbligazioni convertibili. L'emittente infatti dovrà individuare una modalità di rettifica che, nel caso concreto, appaia idonea ad eliminare gli «effetti distorsivi dell'evento».

5. Le fusioni e le scissioni

Anche le operazioni di fusione e di scissione appaiono idonee, in astratto, a pregiudicare i diritti dei portatori dei *warrants*. Spesso, infatti, quando si verifica una fusione o una scissione, cambia il titolo acquistabile mediante l'esercizio del diritto di opzione sotteso al *warrant* e, sulla base del rapporto di concambio, muta anche il rapporto di sottoscrizione: la fusione, inoltre, può determinare una riduzione dell'effetto leva e della volatilità del titolo sottostante ⁽³⁴²⁾.

obbligazioni convertibili e che, non cambiando né il numero di azioni né (potendosi parlare di) il valore nominale non troverà applicazione il penultimo comma dell'art. 2420-*bis*. L'A. aggiunge, tuttavia, che in occasione di emissione di obbligazioni convertibili in azioni senza indicazione del valore nominale sarà pur sempre necessario indicare il rapporto successivo di conversione e quanto dell'importo nominale delle obbligazioni convertite sarà imputato a capitale.

⁽³⁴²⁾ Così, con riguardo all'ipotesi della fusione, anche BRETTI, in *Natura aleatoria del warrant e vessatorietà delle clausole di adeguamento del prezzo delle azioni di compendio*, in *Giur. merito*, 2006, p. 332 ss., il quale osserva che «la mancata previsione di uno strumento contrattuale riequilibrativo dell'aumento costante (15%) in ragione d'anno del prezzo di esercizio del *warrant* potrebbe determinare, in conseguenza ad atti di fusione, una sostanziale modifica della leva finanziaria della società emittente i *warrant*, con un conseguente squilibrio

In relazione a queste ipotesi i regolamenti degli emittenti generalmente prevedono l'obbligo, per la società emittente, di comunicare tempestivamente ai portatori dei *warrants* la convocazione e l'esito di eventuali assemblee aventi come oggetto la delibera di operazioni di fusione o di scissione ⁽³⁴³⁾.

In assenza di precedenti giurisprudenziali sul punto, la dottrina è in ogni caso orientata a ritenere applicabili ai portatori di *warrants* in via analogica le norme dettate dal legislatore in tema di obbligazioni convertibili ⁽³⁴⁴⁾. L'art. 2503 *bis* del c.c., in particolare, prevede che «ai possessori di obbligazioni convertibili deve essere data facoltà, mediante avviso da pubblicarsi nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana almeno novanta giorni prima della iscrizione del progetto di fusione, di esercitare il diritto di conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione dell'avviso» (comma secondo) e che «ai possessori di obbligazioni convertibili che non abbiano esercitato la facoltà di conversione devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli loro spettanti prima della fusione, salvo che la modificazione dei loro diritti sia stata approvata dall'assemblea prevista dall'art. 2415». L'art. 2506 *ter* (corrispondente al vecchio art. 2504 *novies*) c.c., inoltre, sancisce l'applicabilità dell'art. 2503 *bis* del c.c. anche in caso di scissione.

Anche i portatori dei *warrants*, pertanto, avranno diritto ad essere informati circa le operazioni di fusione e di scissione poste in essere dalla società emittente i titoli di

normativo del contratto» e, ancora, che «il prezzo del *warrant*, come l'azione, è soggetto a numerose variabili che si ricollegano alla convenienza di esercitare l'opzione (non ultime le operazioni di fusione). In buona sostanza, il portatore del *warrant* è un potenziale socio che «guarda dalla finestra» ciò che accade alla società, senza poter influire sulle sue decisioni, potendo tutelarsi solo chiedendo il rispetto delle obbligazioni contenute nel regolamento. Il regolamento o, meglio, le sue clausole, non devono presentare squilibri normativi rilevanti: in difetto, il portatore del *warrant* appare legittimato ad eccepire la vessatorietà di tale situazione (di diritto), potendo così contestare la vessatorietà (delle clausole) e richiederne l'inefficacia».

⁽³⁴³⁾ MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 23.

⁽³⁴⁴⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 288 ss. e p. 300 ss.; MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 23.

compendio e ad esercitare anticipatamente il proprio diritto di opzione. A loro, inoltre, per l'ipotesi in cui abbiano preferito non avvalersi della facoltà di esercizio anticipato dell'opzione, dovranno essere riconosciuti diritti equivalenti a quelli spettanti prima della fusione o scissione, adeguando il rapporto di opzione in funzione delle assemblee stabilite dagli azionisti ⁽³⁴⁵⁾.

Analogamente a quanto si ritiene per le obbligazioni convertibili, in caso di fusione, qualora i *warrants* siano stati emessi dalla società incorporante, la stessa dovrà deliberare una modifica del rapporto di cambio, mentre qualora i *warrants* siano stati emessi dalla società incorporata, l'incorporante (ovvero la società risultante dalla fusione) dovrà deliberare, oltre all'aumento di capitale necessario per realizzare la fusione, un secondo aumento di capitale a servizio dei portatori dei *warrants* emessi dalla società che si estingue ⁽³⁴⁶⁾.

Allo stesso modo, in caso di scissione (ipotesi inversa a quella della fusione), l'art. 2506 *ter* prevede espressamente l'applicabilità per i titolari di obbligazioni convertibili dell'art. 2503 *bis*. Conseguentemente agli obbligazionisti (e, analogamente, ai portatori di *warrants*), dovrà essere riconosciuta la possibilità di esercitare anticipatamente il loro diritto (rispettivamente di conversione e di opzione) e, ove essi preferiscano non avvalersene, dovranno comunque essere riconosciuti loro diritti equivalenti a quelli a loro spettanti prima della scissione. In quest'ultimo caso, pertanto, qualora i *warrants* siano stati emessi dalla società scissa e ricorra un'ipotesi di scissione totale, si dovrà consentire che i portatori dei *warrants*, esercitando i propri diritti,

⁽³⁴⁵⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 303; SPOLIDORO, *Tutela degli obbligazionisti*, in SERRA-SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società* (Commento al d.lg. 16 gennaio 1991 n.22), Torino, 1994, p. 127 ss.

⁽³⁴⁶⁾ MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 23, il quale precisa anche che in questa ipotesi dovrà essere modificato il contratto di opzione e il regolamento di emissione, prevedendo che la conversione avvenga in azioni della società risultante dalla fusione; analogamente, in relazione all'emissione di obbligazioni convertibili, CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni, tomo IV, Delle obbligazioni*, cit., p. 282 ss.

acquistino una partecipazione nel capitale delle società beneficiarie tale da rispecchiare la quota di patrimonio netto trasferita a ciascuna di esse, previa adozione da parte di queste ultime, della necessaria delibera di aumento di capitale «a servizio»⁽³⁴⁷⁾. In caso di scissione parziale, invece, se gli obblighi relativi alla conversione dei *warrants* sono stati trasferiti alla società beneficiaria, quest'ultima dovrà deliberare un aumento di capitale al servizio dei portatori dei *warrants* mentre la società scissa dovrà modificare il regolamento di emissione in modo da garantire ai titolari dei *warrants* il diritto a sottoscrivere azioni della società beneficiaria; se invece gli obblighi sono rimasti alla società scissa, la stessa dovrà modificare il rapporto di cambio in modo da garantire ai portatori di *warrants* diritti equivalenti a quelli loro spettanti prima della scissione⁽³⁴⁸⁾. Diversamente, qualora i *warrants* siano stati emessi dalla (o da una) società beneficiaria, quest'ultima (sia in caso di scissione totale sia in caso di scissione parziale) modificherà il rapporto di cambio ovvero delibererà un ulteriore aumento di capitale riservato ai portatori di *warrants*.

6. La riduzione del capitale per perdite, la riduzione volontaria del capitale esuberante, la modifica delle disposizioni statutarie concernenti la ripartizione degli utili ed il raggruppamento o frazionamento delle azioni

Nell'ambito dell'esame che si sta svolgendo sulle operazioni della società emittente i titoli di compendio potenzialmente idonee a ledere i diritti dei portatori dei

⁽³⁴⁷⁾ MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 23; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 303-304; analogamente, in relazione all'emissione di obbligazioni convertibili, CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni, tomo IV, Delle obbligazioni*, cit., p. 284 ss.

⁽³⁴⁸⁾ MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 23; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 303-304; analogamente, in relazione all'emissione di obbligazioni convertibili, CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni, tomo IV, Delle obbligazioni*, cit., p. 284 ss.

warrants una posizione affatto peculiare deve essere riservata alla riduzione del capitale: a differenza di quanto avviene nelle altre ipotesi sopra menzionate, infatti, la riduzione del capitale sociale non implica, in sé, alcun effetto pregiudizievole per i portatori dei *warrants* ma, al contrario, si prospetta astrattamente idonea a modificare il senso migliorativo per questi ultimi la partecipazione in rapporto al complessivo capitale sociale della società. Se infatti il rapporto di cambio venisse mantenuto immutato anche a seguito dell'intervenuta riduzione del capitale sociale della società, il socio potenziale acquisterebbe il diritto ad una partecipazione al capitale sociale maggiore rispetto a quella a lui spettante prima della riduzione. Il vero problema, pertanto, in relazione ai casi di riduzione del capitale, è quello da un lato di evitare che il portatore del *warrant* benefici ingiustamente del cattivo andamento della società, con evidente danno per i soci attuali e, dall'altro, quello di salvaguardare i diritti dei portatori dei *warrants* a fronte della presenza, nel regolamento dell'emittente, di meccanismi di adeguamento idonei a ledere i diritti dei portatori dei *warrants*.

Nel caso della riduzione del capitale sociale in conseguenza di perdite *ex art.* 2446 e 2447 c.c., che determina una modifica statutaria che incide sull'entità del capitale sociale o sul valore delle azioni ma non sul patrimonio sociale, la dottrina è orientata a riconoscere tutela ai titolari dei *warrants* mediante l'applicazione analogica dell'(attuale) quinto comma dell'art. 2420 *bis* c.c., che prevede una modifica del rapporto di cambio in proporzione della misura della riduzione⁽³⁴⁹⁾. Ove peraltro venga

⁽³⁴⁹⁾ MORANO, cit., p. 24; RIGHINI, *Warrant*, cit., p. 489; CAMPOBASSO, cit., p. 485, il quale afferma che le disposizioni dettate dai commi 5° e 6° dell'art. 2420 *bis* possono essere considerate espressione di principi di generale applicazione e, in quanto tali, estese – con i necessari adattamenti – ad ogni situazione di aspettativa degli obbligazionisti (e dei creditori sociali) aventi ad oggetto il futuro acquisto della qualità di socio. Si veda, sul punto, anche GUERRERA, *I warrants azionari*, cit., p. 278 ss., il quale, pur non affermando espressamente che in caso di riduzione del capitale sociale per perdite sussista l'obbligo di applicare in via analogica l'art. 2420 *bis*, riconosce che in tutte le ipotesi in cui, come in questa, vi sono deliberazioni idonee ad alterare i parametri fondamentali di commisurazione della partecipazione, l'unico rimedio idoneo a neutralizzare gli squilibri indotti sul rapporto tra

disposto l'azzeramento e la contestuale reintegrazione del capitale sociale, ci si può interrogare se i portatori dei *warrants* possano avere qualche tutela. Deve considerarsi, al riguardo, che per i titolari di obbligazioni convertibili, in relazione alla medesima situazione, la dottrina appare prevalentemente orientata a riconoscere la possibilità di esercitare il diritto di opzione, in concorso con i soci, anche sulla ricostituzione del capitale sociale ⁽³⁵⁰⁾. In quel caso, tuttavia, esiste una precisa disposizione di legge (il primo comma dell'art. 2441 c.c.) che riconosce ai titolari di obbligazioni convertibili il diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione, sicché la risposta al quesito se i portatori di *warrants* ricevano tutela o meno in caso di azzeramento o ricostituzione del capitale sociale passa attraverso la soluzione del problema, di cui si è già detto nella prima parte di questo capitolo, se ai portatori di *warrants* possa essere estesa in via analogica la tutela prevista dal primo comma dell'art. 2441 c.c. a favore dei titolari di obbligazioni convertibili in tutti i casi di nuove emissioni di azioni.

azionisti e sottoscrittori potenziali appare quello dell'aggiustamento automatico del rapporto di opzione.

⁽³⁵⁰⁾ CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni, tomo IV, Delle obbligazioni*, cit., p. 266-267, ove ulteriori riferimenti; CAMPOBASSO, cit., p. 464; GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione. Note in tema di obbligazioni convertibili*, in *Riv. soc.*, 1990, p. 848 ss., il quale osserva che la perdita del diritto di conversione non fa di per sé venire meno le altre situazioni oggettive ricollegabili alle obbligazioni convertibili, ivi compreso il diritto di opzione, analogamente a quanto accade con riguardo ai soci ed alle azioni che rimangono in vita esclusivamente come documenti incorporanti il diritto di opzione in ordine all'acquisto delle nuove azioni anche se non rappresentano più alcun valore del capitale; allo stesso modo, con le medesime argomentazioni, BIONE-CALANDRA BONAURA, in *Novissimo Digesto italiano (Appendice)*, voce *Titoli azionari ed obbligazionari*, Torino, 1987, p. 781; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975, p. 255; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, 1983, p. 240 ss.; *contra* TEDESCHI, *Obbligazioni convertibili, azzeramento e reintegrazione del capitale*; in *Giur. comm.*, 1981, I, p. 189 ss., il quale, con opinione rimasta isolata, propone, a tutela degli obbligazionisti, di concedere loro un periodo di convertibilità anticipata; FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pp. 935-936; SANDULLI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in Minervini (a cura di), *La recente riforma della società per azioni*, Napoli, 1976, p. 115; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., p. 188 ss.

Del pari, con riguardo al caso di riduzione volontaria del capitale esuberante, la dottrina prevalente ritiene applicabile in via analogica a favore dei portatori dei *warrants* la disciplina dettata per i titolari di obbligazioni convertibili dal quarto comma dell'art. 2420 *bis*, che consente di esercitare anticipatamente il diritto di opzione ⁽³⁵¹⁾; secondo altri, invece, si potrebbero adottare anche rimedi diversi da quello previsto dal quarto comma dell'art. 2420 *bis*, fermo restando l'obbligo, per la società, di rispettare il principio di buona fede nel predisporre le misure di adeguamento, evitando di svilire il diritto di sottoscrizione ⁽³⁵²⁾.

Il quarto comma dell'art. 2420 *bis*, inoltre, viene ritenuto applicabile in via analogica a favore dei portatori dei *warrants* anche nella parte in cui esso dispone l'esercizio anticipato dell'opzione qualora vengano deliberate delle modifiche delle disposizioni statutarie relative alla ripartizione degli utili ⁽³⁵³⁾.

Tra le operazioni menzionate dalle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana s.p.a. merita infine di essere segnalata l'ipotesi del raggruppamento o frazionamento delle azioni. L'esigenza di tutelare gli investitori, in questo caso, nasce dal fatto che tali interventi, pur non modificando l'importo complessivo del capitale sociale, incidono sia sul numero delle azioni circolanti sia sul valore nominale delle medesime, alterando in modo irragionevole il rapporto di cambio originariamente stabilito. Il rispetto del Regolamento di Borsa e del principio generale di buona fede impongono all'emittente delle azioni di compendio, quando ciò si verifica, di modificare il regolamento di emissione in modo da consentire che il portatore dei *warrants*, investendo la somma originariamente prevista, acquisti una partecipazione al capitale della società emittente

⁽³⁵¹⁾ MORANO, cit., p. 25; RIGHINI, *Warrant*, cit., p. 489; CAMPOBASSO, cit., p. 485.

⁽³⁵²⁾ GUERRERA, *I warrants azionari*, cit., p. 272.

⁽³⁵³⁾ MORANO, cit., p. 25; RIGHINI, *Warrant*, cit., p. 489; CAMPOBASSO, cit., p. 485.

pari a quella che avrebbe potuto acquistare anteriormente all'adozione delle operazioni di frazionamento o raggruppamento ⁽³⁵⁴⁾.

7. Altre operazioni potenzialmente pregiudizievoli per i portatori di warrants

Oltre alle fattispecie individuate dal primo comma dell'art. IA.9.1.8 («Rettifica dei contratti di opzione su azioni») delle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a. esistono altre operazioni potenzialmente idonee a ledere i diritti dei portatori dei *warrants*. Si pensi, ad esempio, all'ipotesi della adozione di una delibera di trasformazione della società emittente i titoli di compendio o, ancora, a quella del mutamento dell'oggetto sociale, del trasferimento della sede all'estero o dello scioglimento anticipato. Anche in questo caso, come nei precedenti, la libertà di autodeterminazione della società emittente deve essere coordinata con la necessità di evitarne possibili abusi a danno degli investitori.

La dottrina, in particolare, appare sostanzialmente concorde nell'affermare che, in caso di trasformazione della società da s.p.a. a s.a.p.a., in virtù dell'applicazione del generale principio di buone fede ai portatori di *warrants* dovrebbe essere consentito di avvalersi analogicamente del rimedio previsto dal quarto comma dell'art. 2420 *bis*,

⁽³⁵⁴⁾ Così sembra anche Guerrera, *I warrants*, cit., p. 279 ss., il quale osserva che questo tipo di decisioni, pur lasciando inalterata l'entità complessiva del capitale sociale, ne mutano la suddivisione interna poiché determinano una contemporanea variazione del numero e del valore nominale delle azioni con il rischio che il cambiamento così prodotto nell'unità di misura della partecipazione sociale sconvolga completamente il contenuto del diritto dei portatori di *warrants*, contrattualmente definito in funzione dell'originaria frazione minima di capitale. L'aggiustamento del rapporto di opzione atto a neutralizzare questo effetto opererebbe con modalità differenti rispetto a quelle previste per le obbligazioni convertibili: mentre per queste ultime – sussistendo una precisa correlazione tra il valore nominale globale delle azioni di compendio e l'importo nominale del debito da “imputare” a capitale – la rettifica consiste nella riformulazione del rapporto di cambio, nei *warrants* si rende necessario l'aggiustamento parallelo e contemporaneo del numero delle azioni sottoscrivibili e del loro prezzo unitario.

consentendo pertanto ai portatori dei *warrants* la facoltà di esercizio anticipato dell'opzione ⁽³⁵⁵⁾. La medesima soluzione, peraltro, viene proposta in relazione a tutte le altre ipotesi, che, come la trasformazione, consentono al socio di esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 c.c. ⁽³⁵⁶⁾.

Parte della dottrina ha esteso tale soluzione all'ipotesi di trasformazione della società emittente, in pendenza del termine per l'esercizio dei *warrants*, da società per azioni in una società con una forma non azionaria ⁽³⁵⁷⁾. Secondo altra dottrina, invece, in questo caso la relativa delibera di trasformazione dovrebbe ritenersi sostanzialmente vietata alla società emittente e, se adottata, essa risulterebbe inefficace, in quanto mirante a conculcare un diritto acquisito dagli investitori sulla base della deliberazione di aumento di capitale a servizio ⁽³⁵⁸⁾.

Degna di menzione, in relazione alla problematica in esame, è la pronuncia n. 1574 emessa dalla prima sezione della Cassazione il 14 febbraio 1995 ⁽³⁵⁹⁾, relativa al

⁽³⁵⁵⁾ MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 24; GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 288 ss.

⁽³⁵⁶⁾ GUERRERA, cit. p. 286 ss., il quale, tuttavia, ritiene tale soluzione applicabile in termini generali solo in caso di *warrants* ad esercizio continuo. Nel caso di *warrants* esercitabili a data fissa o in periodi determinati, invece, la configurazione di obblighi di protezione a favore dei portatori dei *warrants* non sarebbe sufficiente a fondare in capo alla società emittente un potere di modificazione (sia pure *in melius* per gli investitori) dei termini negoziali dell'opzione ma la regola generale di correttezza potrebbe in questo caso esprimersi con riferimento alla scelta del tempo dell'operazione e dell'esternazione del contenuto della prospettata delibera, sicché la società emittente potrebbe preannunciare l'operazione programmata convocando l'assemblea degli azionisti in data subito posteriore alla scadenza dei termini fissati per l'esercizio dell'opzione, salvo che le circostanze rendano questa condotta concretamente impossibile come quando l'opzione possa essere esercitata una volta sola in una data molto lontana nel tempo (p. 292-293).

⁽³⁵⁷⁾ Così sembra esprimersi MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, cit., p. 24, che afferma l'applicabilità analogica del quarto comma dell'art. 2420 *bis* a tutti i casi di trasformazione.

⁽³⁵⁸⁾ GUERRERA, *I warrants*, cit. p. 287, nota 156.

⁽³⁵⁹⁾ Cass., 14 febbraio 1995, n. 1574, in *Giust. civ.*, 1995, I, 1833, con nota di VIDIRI. Nel medesimo caso il principio è stato successivamente ribadito da Trib. Firenze, 16 agosto 1999, in *Foro toscano*, 2000, p. 26, con nota di Marinai: «è nulla, per violazione della norma imperativa di cui all'art. 2486, 3° comma c.c., la delibera di trasformazione di una società per azioni in una società a responsabilità limitata, in pendenza di un prestito obbligazionario, in

caso, affine a quello in esame, della trasformazione di una società per azioni in società a responsabilità limitata in pendenza del termine per il rimborso di un prestito obbligazionario o di quello per l'esercizio del diritto di conversione riconosciuto ai titolari di obbligazioni convertibili: la Corte, confermando un principio già più volte espresso dalla giurisprudenza di merito ⁽³⁶⁰⁾, ha affermato che il vecchio terzo comma dell'art. 2486 c.c., che prevedeva espressamente che alla società a responsabilità limitata non è consentita l'emissione di obbligazioni, «esprime, a difesa di interessi generali inerenti all'accesso al «mercato del risparmio», una valutazione vincolante di liceità del prestito obbligazionario solo per la società su base azionaria, e, quindi, stabilisce per la prima una situazione d'incompatibilità con il prestito stesso, tanto nel suo momento genetico, quanto nei suoi successivi sviluppi, fino al soddisfacimento dei portatori dei titoli; ne discende, in pendenza del termine per il rimborso di obbligazioni emesse da una società per azioni, incluse le obbligazioni convertibili in azioni, che la società medesima non può trasformarsi in società a responsabilità limitata, con la conseguenziale nullità, per violazione di norma imperativa, della delibera di trasformazione che venga presa in detto periodo».

Secondo la Suprema Corte, in particolare, «anche quando, come nella specie, si tratti di obbligazioni convertibili in azioni, sussistono, ed anzi si accentuano, tutte le ragioni giustificative dei suddetti principi, tenendosi conto che l'atto con il quale il

quanto il divieto per la società a responsabilità limitata di emettere obbligazioni, contenuto nella suddetta norma, stabilisce per quest'ultima una situazione di incompatibilità con il detto prestito, non solo nel suo momento genetico, ma anche in tutte le successive fasi, fino al soddisfacimento dei portatori dei titoli».

⁽³⁶⁰⁾ Cfr. Trib. Prato, 13 febbraio 1987, in *Giur. comm.*, 1988, II, p. 807 (con nota di DE CASTELLO), che ha affermato che «l'estinzione del prestito obbligazionario deve precedere la trasformazione da s.p.a. in s.r.l. deliberata ai sensi dell'art. 2447 c.c., poiché il debito a tale titolo pendente costituirebbe violazione dell'art. 2486 c.c. »; Trib. Treviso, 9 ottobre 1985, in *Società*, 1986, p. 529, secondo la quale «non è ammissibile la trasformazione di una società per azioni, che abbia emesso obbligazioni ancora in corso, in s.r.l., in quanto la s.r.l. non può emettere obbligazioni».

prestito può concludersi, vale a dire l'opzione per l'acquisto della qualità di azionista (e quindi dello «status» di socio), è configurabile esclusivamente nel rapporto con un ente che sia in atto dotato della forma organizzativa della società per azioni».

Occorre dare atto, per completezza, che la riforma del diritto societario del 2003 ha soppresso il divieto esplicito per le società a responsabilità limitata di emettere obbligazioni convertibili un tempo contenuto nel terzo comma dell'art. 2486 c.c. La nuova società a responsabilità limitata, inoltre, com'è noto, può emettere i titoli di debito, che, sotto il profilo sostanziale, ben possono essere qualificati come obbligazioni destinate (peraltro soltanto quali primi sottoscrittori) ad investitori professionali (art. 2483 c.c.). Dette novità, tuttavia, non appaiono idonee a modificare le conclusioni sopra individuate in relazione alla impossibilità per una società per azioni, in pendenza del prestito obbligazionario, di deliberare una trasformazione in una responsabilità limitata. Anche successivamente alla riforma, infatti, alla società a responsabilità limitata resta precluso adire il mercato del pubblico risparmio, ed infatti, come si è appena visto, i titoli di debito sono destinati ad investitori professionali e la loro successiva circolazione deve essere garantita da questi ultimi, ciò che non avverrebbe in caso di trasformazione di una società per azioni in società a responsabilità limitata⁽³⁶¹⁾.

Nell'ipotesi di trasformazione della società emittente da s.p.a. a s.r.l. in pendenza del termine sotteso ai *warrants* mi sembra che la proposta di considerare la delibera di trasformazione inefficace, sebbene abbia il pregio di tutelare fortemente i portatori dei *warrants*, trovi un primo ostacolo nel fatto che i motivi di impugnazione delle delibere assembleari da parte di soggetti diversi dai soci sono limitate ai (pochi) casi di nullità indicati nell'art. 2379 c.c. e che non è agevole ricondurre ad uno di essi l'ipotesi di una delibera che, come quella in esame, si pone in conflitto con gli impegni assunti dalla stessa società nei confronti di soggetti terzi con una precedente delibera. Non può

⁽³⁶¹⁾ CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni, tomo IV, Delle obbligazioni*, cit., p. 59.

trascurarsi, inoltre (ed il rilievo è assorbente), che l'art. 2500 *bis*, relativo alla «invalidità della trasformazione», prevede che eseguita la pubblicità di cui all'art. 2500 c.c., «l'invalidità dell'atto di trasformazione non può essere pronunciata», fermo restando l'eventuale diritto al risarcimento del danno riservato dalla medesima norma «ai partecipanti all'ente trasformato ed ai terzi danneggiati dalla trasformazione». Mi sembra possibile concludere, pertanto, che nell'ipotesi della trasformazione della società emittente in società a responsabilità limitata la tutela dei portatori dei *warrants* può esplicarsi sotto il profilo risarcitorio mediante un'azione per inadempimento contrattuale conseguente al mancato rispetto del dovere di buona fede nell'esecuzione del contratto. La medesima soluzione, ovviamente, dovrà essere estesa a tutti i casi di trasformazione eterogenea da società di capitali disciplinata dal nuovo art. 2500 *septies* c.c. (trasformazione in consorzi, società consortili, società cooperative, comunioni di azienda, associazioni non riconosciute e fondazioni). Qualora infatti, come generalmente accade, i titoli di compendio siano rappresentati da azioni, questo tipo di trasformazione comporta l'estinzione dell'oggetto dell'opzione e lede ingiustamente i diritti dei portatori dei *warrants* ⁽³⁶²⁾: per il caso della trasformazione in società a responsabilità limitata, peraltro, deve segnalarsi che l'art. 2468 c.c. prevede espressamente che «le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di sollecitazione all'investimento». Allo stesso modo, nel caso in cui i *warrants* attribuiscono il diritto a sottoscrivere obbligazioni, che non possono essere emesse dalle s.r.l. ⁽³⁶³⁾, la trasformazione in s.r.l. della società emittente

⁽³⁶²⁾ Si veda, tuttavia, MORANO, cit., p. 24, il quale, pur ritenendo, come si è visto, che in caso di trasformazione ai portatori di *warrants* dovrebbe essere consentito di avvalersi analogicamente del rimedio previsto dal quinto comma dell'art. 2420 *bis*, consentendo loro la facoltà di esercitare anticipatamente l'opzione, afferma che nell'ordinamento non sarebbero rinvenibili limiti all'emissione di *warrants* (purché non destinati a circolare come valori mobiliari) a sottoscrivere quote di s.r.l.

⁽³⁶³⁾ Anche successivamente alla riforma del diritto societario entrata in vigore nel gennaio 2004, infatti, per le società a responsabilità limitata, alle quali pure è stato concesso di

le obbligazioni medesime deve essere esclusa in quanto i diritti dei portatori dei *warrants* verrebbero inevitabilmente frustrati ⁽³⁶⁴⁾.

Del pari illegittime, e quindi precluse, debbono essere considerate le altre decisioni che comportano virtualmente l'estinzione o il mutamento in senso formale dell'oggetto dell'opzione quali quella di trasferire la sede sociale all'estero con assoggettamento della società ad un ordinamento che vieta l'emissione di titoli opzionali o, ancora, di modificare il regime di circolazione delle azioni di compendio o di introdurre limiti alla loro trasferibilità, con la conseguenza che l'adozione di questo tipo di decisioni renderà la società emittente inadempiente all'obbligo di eseguire secondo buona fede il contratto concluso con i portatori di *warrants* e la esporrà all'obbligo di risarcire a questi ultimi il relativo danno ⁽³⁶⁵⁾.

Un caso del tutto particolare, non previsto dal legislatore nemmeno in relazione alle obbligazioni convertibili, è quello esaminato nella sopra richiamata pronuncia emessa dal Tribunale di Genova il 28 marzo 2001 ⁽³⁶⁶⁾ in relazione ad un'emissione di (obbligazioni con) *warrants* che attribuivano il diritto ad acquistare azioni di risparmio. In quella circostanza il socio di maggioranza della società emittente dei *warrants* e dei titoli di compendio aveva acquisito il 98,3% delle azioni ordinarie, il 93,3% del capitale

emettere titoli di debito sottoscrivibili esclusivamente da investitori professionali ai sensi del nuovo art. 2483 c.c., permane il divieto di emettere titoli obbligazionari *stricto sensu*.

⁽³⁶⁴⁾ MORANO, cit., p. 23-24.

⁽³⁶⁵⁾ *Contra* GUERRERA, *I warrants*, cit., p. 287, il quale afferma che dette decisioni dovrebbero reputarsi sostanzialmente vietate alla società emittente e, se adottate, risulterebbero inefficaci, in quanto miranti a conculcare un diritto acquisito dagli investitori sulla base della deliberazione di aumento di capitale a servizio. Secondo Guerrera in linea generale deve essere tutelata in massimo grado la libertà auto-organizzativa della società emittente e, pertanto, solo di fronte a decisioni di trasformazione, mutamento dell'oggetto sociale, trasferimento della sede all'estero, scioglimento anticipato assunte, in concreto, con la piena consapevolezza di ledere i possessori di titoli opzionali, cagionando la soppressione, la diminuzione di valore o l'impedimento all'esercizio dei diritti di sottoscrizione - senza che sussistano ragioni apprezzabili dal punto di vista della società o dei soci, a giustificare la deliberata modificazione - può fondatamente prospettarsi un problema di risarcibilità del danno risentito dai primi (p. 299-300).

⁽³⁶⁶⁾ Tribunale di Genova, 28 marzo 2001, in *Società*, 2002, 498, con nota di Pericu.

di risparmio e il 46,8% dei *warrants* emessi. Poiché il flottante residuo delle azioni ordinarie era sceso sotto il 10%, inoltre, il socio di maggioranza, anziché deliberare, come pure sarebbe stato possibile, un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, ripristinando un grado sufficiente di diffusione dei titoli, aveva promosso OPA residuale: la Consob, a quel punto, essendo venute meno le condizioni di diffusione tra il pubblico delle azioni ordinarie, aveva revocato dalla quotazione in borsa le azioni ordinarie, le azioni di risparmio e i *warrants*.

Il Tribunale di Genova, ritenendo che il socio di maggioranza di una società per azioni non può modificare discrezionalmente gli impegni presi dalla società senza che questa ne debba rispondere, ha concluso che la società emittente era responsabile dell'inadempimento del proprio impegno di consentire ai portatori dei *warrants* l'esercizio del loro diritto di opzione fino alla scadenza del termine originariamente pattuito e che, conseguentemente, era tenuta a risarcire il relativo danno. La revoca dalla quotazione, infatti avrebbe potuto essere evitata mediante il mantenimento di un sufficiente grado di diffusione dei titoli.

Detta soluzione appare condivisibile e conferma le conclusioni sopra esposte in merito alla possibilità per i portatori dei *warrants* di chiedere giudizialmente l'accertamento dell'inadempimento della società emittente che abbia adottato delle decisioni che comportano l'estinzione dell'oggetto dell'opzione e la conseguente condanna della stessa al risarcimento del relativo danno.

BIBLIOGRAFIA

- ALPA-PATTI, *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, Milano, 1997
- AA.VV., *La subfornitura - Commento alla l. 18 giugno 1998 n. 192*, a cura di Alpa e Clarizia, Milano, 1999
- AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, a cura di Alpa-Clarizia, Milano, 2003
- AA.VV., MEMENTO PRÁCTICO LEFEBVRE, Madrid, 2000
- AA.VV., *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 5/1, Köln-Berlin-Bonn-München, 1995
- AA.VV., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 6, München, 2005
- AGULLÓ, *Tratamiento de los "warrants" Financieros en el Impuesto sobre la Renta de las personas Físicas*, in *Quincena Fiscal Aranzadi*, 2001, p. 9 ss
- AMBROSINI, *Titoli obbligazionari di «tipo speciale»*, in *Le società*, 1991, p. 332 ss
- ALESSI, *Warrants e diritto di opzione*, in *Impresa commerciale – industriale*, 1987, p. 2353 ss
- ALPA-CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* Padova, 1998
- ALPA, *I «Principles of European Contract Law» predisposti dalla Commissione Lando*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2000, p. 483 ss
- AMATO, *Covered warrant e nullità dei contratti aventi ad oggetto servizi di investimento*, nota a commento a Tribunale di Nola, 1° marzo 2005, in *Società*, 2005, p. 1415 ss
- AMERICAN BAR ASSOCIATION COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, *Model Business Corporation Act Annotated*, St. Paul Minn., 1960
- ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004
- ANTUNES, *Wandel- und Optionsanleihen in Portugal*, in LUTTER-HIRTE, *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Berlin-New York, 2000, p. 212 ss
- ASCARELLI, *Titolarità e costituzione del diritto cartolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, p. 509 ss
- ASCARELLI, *Antigone e Porzia*, in *Problemi giuridici*, 1959, Varese
- ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1958, I, p. 435 ss
- ASQUINI, *Titoli di credito*, Milano, 1966
- AULETTA, *Risoluzione e rescissione dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, p. 170 ss
- BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000
- BARALDI, *Il governo giudiziario della discrezionalità contrattuale*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 501 ss
- BARALDI, *Il warrant come contratto e come titolo di credito*, in *Contratto e impresa*, 2007, in corso di pubblicazione
- BARCELLONA, *La buona fede e il controllo giudiziale del contratto*, in MAZZAMUTO, *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, Torino, 2002
- BERLE A.A. JUNIOR, in *Studies in the law of corporation finance*, Chicago, 1928
- BERLE A.A. JUNIOR, *Convertible bonds and stock purchase warrants*, in *Yale Law Journal*, 1927, vol. 36, p. 649 ss

- BERTI-GRAZZINI, *La disciplina della subfornitura nelle attività produttive (commento alla l. 18 giugno 1998 n. 192 come modificata dalla l. 5 marzo 2001 n. 57 e dal d. leg. 9 ottobre 2002 n. 231)*, Milano, 2003
- BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953
- BIANCA, *L'autonomia dell'interprete: a proposito del problema della responsabilità contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, p. 478 ss
- BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, Milano, 2000
- BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, XXXV, 2, Milano, 1969
- BIONE-CALANDRA BONAURA, in *Novissimo Digesto italiano (Appendice)*, voce *Titoli azionari ed obbligazionari*, Torino, 1987, p. 771 ss
- BLACK-SCHOLES, *The pricing of options and corporate liabilities*, in *Journal of Political Economy*, 1973, vol. 81, p. 637 ss
- BONNEAU-DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, 2005
- BRETTI, in *Natura aleatoria del warrant e vessatorietà delle clausole di adeguamento del prezzo delle azioni di compendio*, in *Giur. merito*, 2006, p. 332 ss
- BRIGANTI, *Fideiussione e promessa del fatto altrui*, Napoli, 1981
- BUNGEROTH-HEFEMEHL, in *GEBLER-HEFEMEHL-ECKARDT-KROPFF, Kommentar zum Aktiengesetz, München* 1994
- BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, p. 261 ss
- CACHON BLANCO, *Régimen jurídico de los warrants -valores mobiliarios - Especial referencia a la incidencia del Real Decreto de 17 de marzo de 1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta*, in *Revista de Derecho Bancario Y Bursatil*, 1992, p. 373 ss
- CABELLA PISU-NANNI, *Clausole e principi generali nell'argomentazione giurisprudenziale degli anni novanta*, Padova, 1998
- CALANDRA BONAURA-BIONE, in *Novissimo Digesto italiano (Appendice)*, voce *Titoli azionari ed obbligazionari*, Torino, 1987, p. 771 ss
- CALLEGARI, in *CALLEGARI-COTTINO-DESANA-SPATAZZA, I Titoli di credito*, in *Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino*, VII, Padova, 2006
- CAMPANA-COLACCHIA, *Elementi caratteristici del warrant e sua valutazione*, in *Impresa commerciale - industriale*, 1988, p. 1651 ss
- CAMPOBASSO, *Le obbligazioni con warrants*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo-Portale, Torino, 1988, vol. 5, p. 483 ss
- CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, Milano, 2004
- CAPRIGLIONE-ALPA, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* Padova, 1998
- CARBONE, *La buona fede come regola di governo della discrezionalità contrattuale*, in *Corriere giur.*, 1994, p. 566 ss
- CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1949
- CARNELUTTI, *Teoria giuridica della circolazione*, Padova, 1933
- CARNEVALI-LUMINOSO-COSTANZA, *Della risoluzione per inadempimento*, I (artt. 1453-1454), in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1990
- CARY-EISEMBERG, *Cases and materials on corporation*, New York, 1988

- CASELLA P., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, 1983, p. 240 ss
- CASTIGLIA, *Negozi collegati in funzione di scambio (Su alcuni problemi del collegamento negoziale e della forma giuridica delle operazioni economiche di scambio)*, in *Riv. dir. civ.* 1979, II, p. 397 ss
- CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978
- CAVALLO BORGIA-FRÈ, *Società per azioni, tomo II, Delle obbligazioni* (artt. 2410-2420 *ter*), in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2000
- CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società, Trattato diretto da Francesco Galgano*, Torino, 2002
- CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni, tomo IV, Delle obbligazioni* (artt. 2410-2420 *ter*), in *Commentario Scialoja-Branca*, a cura di Galgano, Bologna-Roma, 2005
- CERIO, *Warrants e operazioni straordinarie della società emittente: conflitti e rimedi*, in *I Contratti*, 2006, p. 260 ss
- CESÀRO, *Opzione nel contratto*, in *Enciclopedia del diritto*, XXX, Varese, 1980, p. 561 ss
- CHERUBINI, *La promessa del fatto del terzo*, Milano, 1983
- CIRIELLI, *Clausola di hardship e adattamento nel contratto commerciale internazionale*, in *Contratto e impresa/Europa*, 1998, p. 733 ss
- CIRILLO, *Negozi collegati ed eccezione di inadempimento*, nota a commento a Cass. 11 marzo 1981, n. 1389, in *Giur. it.*, 1982, I, 1, c. 377 ss
- CHIOMENTI, *I titoli minori collegati alle azioni e alle obbligazioni: cedole, buoni di opzione e altri*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, I, p. 223 ss
- CLARIZIA, *Le obbligazioni nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, Torino, 1985, vol. 16, p. 609 ss
- COLACCHIA-CAMPANA, *Elementi caratteristici del warrant e sua valutazione*, in *Impresa commerciale - industriale*, 1988, p. 1651 ss
- COLLA, *I buoni d'opzione o warrants*, in *Le società*, 1985, p. 64 ss
- COLTRO CAMPI, *Ci sono cedole e cedole*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1983, p. 447 ss
- COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, p. 42 ss
- COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. soc.*, 1980, p. 74 ss
- COSTANZA-LUMINOSO-CARNEVALI, *Della risoluzione per inadempimento*, I (artt. 1453-1454), in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1990
- COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000
- COSTI-ENRIQUES, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino vol. VIII: *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004
- COTTINO, in CALLEGARI-COTTINO-DESANA-SPATAZZA, *I Titoli di credito*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, VII, Padova, 2006
- CRISCUOLO, *Equità e buona fede come fonti di integrazione del contratto. Potere di adeguamento delle prestazioni contrattuali da parte dell'arbitro (o del giudice) di equità*, nota a Trib. Milano, 9 gennaio 1997, in *Riv. arbitrato*, 1999, p. 71 ss
- CUCINOTTA, *I warrant: schema di analisi e ipotesi di utilizzo nel mercato finanziario italiano*, in *Banche e Banchieri*, 1984, 1043 ss

- DALMARTELLO, *Adempimento e inadempimento nel contratto di riporto*, Padova, 1958
- DE CASTELLO, *Il procedimento indiretto nell'emissione delle obbligazioni*, in *Contratto e impresa*, 1994, p. 365 ss
- DE MARCHI, *Su taluni problemi in tema di obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1952, I, 203 ss
- DE MARCHI, *In tema di impegno a consentire la conversione in azioni di obbligazioni di società*, nota a commento a App. Firenze, decreto 27 luglio 1955, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1955, II, p. 518 ss
- DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1957, I, p. 506 ss
- DE NOVA, *Le clausole vessatorie*, Milano, 1996
- DE NOVA-SACCO, *Obbligazioni e contratti*, in *Trattato di diritto privato diretto da Rescigno*, II, Torino, 2002
- DE NOVA-SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile diretto da Rodolfo Sacco*, II, Torino, 2004
- DESANA, in CALLEGARI-COTTINO-DESANA-SPATAZZA, *I Titoli di credito*, in *Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino*, VII, Padova, 2006
- DESURVIRE-GUYENOT-SALERNO, *Le bons de souscription d'actions: un nouveau produit financier*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 1131 ss
- DIDIER, *Droit commercial, 3 (La monnaie, Les valeurs mobilières, Les effets de commerce)*, Paris, 1999
- DI GAETANO, *Strumenti finanziari derivati e tutela dei risparmiatori. Gli speculatori meritano giustizia?*, in *Società*, 2006, p. 324 ss
- DI GIANDOMENICO-RICCIO D., *I contratti speciali - I contratti aleatori*, in *Trattato di diritto privato diretto da Bessone*, Torino, 2005
- DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale (art. 1173-1176)*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, a cura di Galgano, Bologna-Roma, 1988
- DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993
- DONATIVI, nota a commento a Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1989, p. 478 ss
- DRUMMOND-BONNEAU, *Droit des marchés financiers*, Paris, 2005
- EISEMBERG-CARY, *Cases and materials on corporation*, New York, 1988
- ECKARDT-GEBLER-HEFEMEHL-KROPFF, *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 1994
- ENRIQUES-COSTI, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino vol. VIII: *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004
- FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm.*, 1977, I, p. 923 ss
- FENGGHI, *Emissione di valori mobiliari e diritto all'informazione*, in *Riv. società*, 1983, p. 478 ss
- FENGGHI, *Studi in tema di obbligazioni convertibili: metodo indiretto e diritto di opzione*, in *Riv. soc.*, 1980, p. 480 ss
- FERNANDEZ DEL POZO, *La atipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos*, in *Rev. crit. der. immob.*, 1991, p. 1843 ss
- FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1962

- FERRI, *Le società*, in *Trattato del diritto civile italiano fondato da Vassalli*, X, Torino, 1987
- FLICK, *Consob, L'istituzione e la legge penale* Milano, 1987
- FRANZONI, *Degli effetti del contratto*, II (artt. 1374-1381), in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1999
- FRANZONI, *Buona fede ed equità tra le fonti di integrazione del contratto*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 83 ss
- FRÈ, *Società per azioni*, in *Comm. Scialoja-Branca* (art. 2325-2461), Bologna-Roma, 1972
- FRÈ-CAVALLO BORGIA, *Società per azioni, tomo II, Delle obbligazioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, artt. 2410-2420-ter, Bologna-Roma, 2000
- FUCHS, in *Die Aktiengesellschaft*, 1995, p. 433 ss
- GABRIELLI - DE BRUNO, *Capire la finanza - Guida pratica agli strumenti finanziari*, Milano, 2005
- GABRIELLI E., *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, p. 570 ss
- GALAI-SCHNELLER, *Pricing of warrants and the valuation of the firm*, in *The Journal of Finance*, 1978, vol. 33, p. 1333 ss
- Galgano, *Il negozio giuridico*, Milano, 1988
- GALGANO-VISINTINI, *Degli effetti del contratto*, in *Commentario Scialoja-Branca* (art. 1372-1405), Bologna-Roma, 1993
- GALGANO, *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, in *Contratto e impresa*, 1997, p. 417 ss
- GALGANO, *La categoria del contratto alle soglie del terzo millennio*, in *Contratto e impresa*, 2000, p. 919 ss
- GALGANO, *I caratteri della giuridicità nell'era della globalizzazione*, in *Soc. dir.*, 2003, p. 7 ss
- GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Padova, 2004
- GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, Bologna, 2006
- GALGANO, *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contratto e impresa*, 2000, p. 189 ss
- GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005
- GALGANO-GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia a cura di Francesco Galgano*, Padova, 2006
- GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964
- GARCIA-PITA Y LASTRES, *Breves consideraciones sobre la problemática jurídica de los warrants y las opciones sobre valores negociables*, in *La ley*, t. II, 1990, 1205 ss
- GARNER-FORSITHE, *Stock purchase warrants and «rights»*, in *Southern California Law Review*, 1931, vol. 4, p. 269 ss
- GATES, *The Illinois Central Railroad and its colonization work*, Cambridge (Massachusetts), 1934
- GENGHINI-GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia a cura di Francesco Galgano*, Padova, 2006
- GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione. Note in tema di obbligazioni convertibili*, in *Riv. soc.*, 1990, p. 795 ss

- GEBLER-HEFEMEHL-ECKARDT-KROPFF, *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 1994
- GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001
- GORLA, *Note sulla distinzione tra opzione e proposta irrevocabile*, in *Riv. dir. civ.*, 1962, p. 213 ss
- GRANDE STEVENS *Obbligo di rinegoziazione nei contratti di durata*, in *Diritto privato europeo e categorie civilistiche*, a cura di Nicolò Lipari, Napoli, 1998, p. 193 ss
- GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963
- GRAZZINI-BERTI, *La disciplina della subfornitura nelle attività produttive (commento alla l. 18 giugno 1998 n. 192 come modificata dalla l. 5 marzo 2001 n. 57 e dal d. leg. 9 ottobre 2002 n. 231)*, Milano, 2003
- GUERRERA, *Profili di disciplina cartolare del warrant azionario: il problema dello smarrimento o sottrazione del documento*, in *Banca, borsa titoli di credito*, 1995, p. 227 ss
- GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995
- GUYENOT-DESURVIRE-SALERNO, *Le bons de souscription d'actions: un nouveau produit financier*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 1131 ss
- HABERSACK, *Genußrechte und sorgfaltswidrige Geschäftsführung in Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 1991, p. 378 ss
- HABERSACK, in *AA.VV., Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 6, München, 2005
- HAYES-REILING, *Sophisticated financing tool: the warrant*, in *Harvard business review*, 1969, p. 137 ss
- HEFEMEHL-BUNGEROTH, in *GEBLER-HEFEMEHL-ECKARDT-KROPFF, Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 1994
- HEFEMEHL-GEBLER-ECKARDT-KROPFF, *Kommentar zum Aktiengesetz*, München 1994
- HIRTE, in *Wertpapier Mitteilungen*, 1993, p. 2067 ss
- HIRTE-LUTTER (a cura di), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Berlin-New York, 2000
- HÜFFER, *Beck'sche Kurz-Kommentare*, Band 53, Aktiengesetz, München, 2006
- IANNUZZI, *In tema di aumento di capitale a favore degli obbligazionisti*, nota a commento a App. Firenze, decreto 27 luglio 1955, in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, p. 442 ss
- JANNSEN, *Bedeutung und Ausstattung von Wandel- und Optionsanleihen*, Göttingen, 1982
- KALLRATH, *Die Inhaltskontrolle der Wertpapierbedingungen von Wandel- und Optionsanleihen, Gewinnschuldschreibungen und Genußscheinen*, Köln, 1994
- KAROLLUS, in *GEBLER-HEFEMEHL-ECKARDT-KROPFF, Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 1994
- KEITH, *Convertible securities and stock purchase warrants*, in *Rocky Mountain Law Review*, 1929, vol. 2, p. 16 ss
- KJER, *Optionsanleihen*, Berlin, 1981
- KÖHLER, *Kapitalerhöhung und vertragliche Gewinnbeteiligung*, in *Die Aktiengesellschaft*, 1984, p. 197 ss

- KOPPENSTEINER, *Ordentliche Kapitalerhöhungen und dividendenabhängige Ansprüche Dritter*, in *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 1975, p. 191 ss
- KORULLUS, in GEBLER-HEFEMEHL-ECKARDT-KROPFF, *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 1994
- KRIEGER, in *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, München, 1999
- KROPFF-GEBLER-HEFEMEHL-ECKARDT, *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 1994
- LAKE, *Warrants benefit bulls and bears*, in *The banker*, 2004, p. 8 ss
- LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999
- LINNHOF, *Optionsanleihen*, Berlin, 1956
- LUDWIG, *Verwässerungsschutzklauseln bei Wandelschuldverschreibungen*, in *Kredit und Kapital*, 1977, p. 105 ss
- LUMINOSO-CARNEVALI-COSTANZA, *Della risoluzione per inadempimento*, I (artt. 1453-1454), in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1990
- LUTTER, in AA.VV., *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 5/1, Köln-Berlin-Bonn-München, 1995
- LUTTER, *Les obligations convertibles et échangeables contre des actions en droit allemand*, in *Rev. Soc.*, 1972, p. 201 ss
- LUTTER, *Optionsanleihen ausländischer Tochtergesellschaften*, in *Die Aktiengesellschaft*, 1972, p. 125 ss
- LUTTER-HIRTE (a cura di), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Berlin-New York, 2000
- MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996
- MAIORCA, *Tutela dell'aderente e regole di mercato nella disciplina generale dei «contratti del consumatore»*, Torino, 1998
- MANZINI, *Il contratto gratuito atipico*, in *Contratto e impresa*, 1986, p. 909 ss
- MARASCO in *La rinegoziazione e l'intervento del giudice nella gestione del contratto*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 539 ss
- MARCHETTI P., *Documenti in materia di warrants*, in *Rivista delle società*, 1984, p. 203 ss
- MARCHETTI P., *Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, in *Rivista del notariato*, 1993, p. 223 ss
- MARCHETTI P., in *Commentario al d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30: modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del consiglio delle comunità europee n. 77/91 del 13 dicembre 1976, ai sensi della legge 8 agosto 1985, n. 412*, a cura di Marchetti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, p. 1 ss
- MARCHETTI P., *Le obbligazioni*, in AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, p. 213 ss
- MARELLA, *Promessa del fatto del terzo*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, sezione civile, Torino, 1997, p. 381 ss.
- MARESCA, *Alea contrattuale e contratto di assicurazione*, Napoli, 1979
- MARRELLA, *Lex mercatoria e Principi Unidroit. Per una ricostruzione sistematica del diritto del commercio internazionale*, in *Contratto e impresa Europa*, 2000, p. 29 ss

- MARTENS, *Die mit Optionsrechten gekoppelte Aktienemission*, in *Die Aktiengesellschaft*, 1989, p. 69 ss
- MARTORANO, *Titoli di credito, Titoli non dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, Milano, 2002
- MAZZAMUTO, *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, Torino, 2002
- MAZZIOTTI DI CELSO, *Commento sub art. 9*, in AA.VV., *La subfornitura - Commento alla l. 18 giugno 1998 n. 192*, a cura di Alpa e Clarizia, Milano, 1999
- MELCHIOR, *Convertible bonds (in Aktien umtauschbare Schuldverschreibungen)*, in *Bank-Archiv*, XII, 1913, p. 354 ss
- MEMMO, *Il nuovo modello tedesco della responsabilità per inadempimento delle obbligazioni*, in *Contratto e impresa*, 2004, p. 797 ss
- MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1968
- MERUZZI, *Funzione nomofilattica della Suprema Corte e criterio di buona fede*, in *Contratto e impresa*, 2000, p. 25 ss
- MERUZZI, *L'exceptio doli*, Padova, 2005
- MESLER, *Warrants, Analysis and Investment Strategy*, Chicago, 1986
- MINERVINI G., *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, p. 499 ss
- MINERVINI G. (a cura di), *La recente riforma della società per azioni*, Napoli, 1976
- MONTI-ONADO, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna, 1985
- MORANO, *Considerazioni in tema di warrants*, in *Le società*, 1995, p. 12 ss
- MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici con particolare riguardo ai contratti*, Milano, 1942
- MOSSA, nota a commento ad App. Firenze, decreto 27 luglio 1955 in *Nuova riv. dir. comm.*, 1955, II, p. 93 ss
- NANNI, *La buona fede contrattuale*, Padova, 1988
- NANNI-CABELLA PISU, *Clausole e principi generali nell'argomentazione giurisprudenziale degli anni novanta*, Padova, 1998
- NAPOLETANO, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria a cura di Alpa-Capriglione*, Padova, 1998
- NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio e la valutazione del comportamento delle parti secondo le regole della correttezza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1961, p. 157 ss
- NICOLÒ, voce *Alea*, in *Enciclopedia del diritto*, Varese, 1958, p. 1024 ss
- NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975
- NOWOTNY, *Wandel- und Optionsanleihen in Österreich*, in *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa* a cura di Lutter e Hirte, Berlin-New York, 2000
- ONADO-MONTI, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna, 1985
- OSTI, voce *Contratto*, in *Novissimo Digesto italiano*, IV, Torino, 1959, p. 462 ss
- PANZARINI, *Lo sconto dei crediti e dei titoli di credito*, Milano, 1984
- PARTISANI, *L'integrazione del contratto come correttivo delle disfunzioni sinallagmatiche prodotte dall'inosservanza della clausola di buona fede*, in *Danno e resp.*, 2003, p. 174 ss
- PATTI-ALPA, *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, Milano, 1997

- PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciali della SO.F.I.S.*, in *Riv. soc.*, 1963, p. 888 ss
- PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967
- PIERALLINI, *Libertà di creazione di titoli atipici, cedole azionarie e buoni di opzione*, in *Giust. civ.*, 1985, II, p. 203 ss
- PIERAZZI, *La giustizia del contratto*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 647 ss
- PINO, *La eccessiva onerosità della prestazione*, Milano, 1952
- PINO, *Il contratto con prestazioni corrispettive*, Padova, 1963
- PINO, *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, p. 1221 ss;
- PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, I, p. 207 ss
- PROSPERI, *Subfornitura industriale, abuso di dipendenza economica e tutela del contraente debole: i nuovi orizzonti della buona fede contrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 1999, p. 639 ss
- REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, in *Michigan Law Review*, 1972, vol. 70, p. 1411 ss
- REILING-HAYES, *Sophisticated financing tool: the warrant*, in *Harvard business review*, 1969, p. 137 ss
- RESCIGNO, *Rimeditazioni sulla buona fede: omaggio ad Alberto Burdese*, in *Il ruolo della buona fede oggettiva nell'esperienza giuridica storica e contemporanea (atti del convegno internazionale di studi in onore di Alberto Burdese, Padova-Venezia-Treviso, 14-15-16 giugno 2001)*, a cura di GAROFALO, Padova, 2003, vol. IV
- RICCI, *La ragionevolezza nel diritto privato: prime riflessioni*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 619 ss
- RICCIO D.-DI GIANDOMENICO, *I contratti speciali - I contratti aleatori*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Bessone, Torino, 2005
- RICCIO A., *Il controllo giudiziale della libertà contrattuale: l'equità correttiva*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 939 ss
- RICCIO A., *La clausola generale di buona fede è, dunque, un limite generale all'autonomia contrattuale*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 21 ss
- RICCIO A., *Il contratto usurario nel diritto civile*, Padova, 2002
- RICCIO A., in RICCIO-LANZILLO, *Della rescissione del contratto*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2005
- RIGHINI, *Warrant*, in *Digesto comm.*, Utet, Torino, 1999, vol. XVI, p. 486 ss
- RIGHINI, *Cedole azionarie rappresentative del diritto di opzione: funzione e natura giuridica*, in *Giur. comm.*, 1990, II, p. 415 ss
- RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969
- RODRÍGUEZ-ROVIRA, *Los warrants: especial referencia a su emisión*, in *Rev. Der. Merc.*, 1991, p. 841 ss
- ROLLI, *Le attuali prospettive di «oggettivazione dello scambio»: verso la rilevanza della congruità dello scambio contrattuale?*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 611 ss

- ROMAGNOLI, *Warrants e diritto di opzione. Note minime*, nota a commento di App. Venezia, 26 marzo 1992, in *Dir. fall.*, 1993, II, p. 849 ss
- ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato a cura di Iudica e Zatti*, Milano, 2001
- ROPPO, in *Il contratto e le fonti del diritto*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 1083 ss
- ROSSETTI-BALLETTI-MARTINO, *I contratti in generale, Risoluzione, inadempimento, impossibilità sopravvenuta, eccessiva onerosità*, XIII, Torino, 2000
- ROVELLI, *Le obbligazioni indirettamente convertibili*, in *Società*, 1991, p. 305 ss
- RUSSO, *Il warrant: natura giuridica e contenuto economico*, in *Amministrazione e finanza*, 1986, p. 883 ss
- SACCO-DE NOVA, *Obbligazioni e contratti*, in *Trattato di diritto privato diretto da Rescigno*, II, Torino, 2002
- SACCO-DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile diretto da Rodolfo Sacco*, II, Torino, 2004
- SALERNO-DESURVIRE-GUYENOT, *Le bons de souscription d'actions: un nouveau produit financier*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 1131 ss
- SANDULLI M., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in MINERVINI G. (a cura di), *La recente riforma della società per azioni*, Napoli, 1976, p. 103 ss
- SANTANGELO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1968, I, p. 259 ss
- SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, IX ed., Napoli, 1976 (rist.)
- SCALFI, *La promessa del fatto altrui*, Milano-Varese, 1955
- SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, Milano-Varese, 1960
- SCALFI, voce *Alea*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, sezione civile, Torino, 1987, p. 253 ss
- SCHOLES-BLACK, *The pricing of options and corporate liabilities*, in *Journal of Political Economy*, 1973, vol. 81, p. 637 ss
- SCIALOJA, nota a commento ad App. Firenze, decreto 27 luglio 1955, in *Foro it.*, 1956, I, c. 399 ss
- SCHUMANN, *Optionsanleihen*, Heymans, Köln-Berlin-Bonn-München, 1990
- SCOTT, *The constitution and finance of English, Scottish and Irish joint-stock companies to 1720*, Bristol, 1995 (ristampa dell'edizione del 1910-12)
- SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, ed. provv., Milano, 1971
- SENOFONTE, *Buona fede e fideiussione per obbligazione futura: art. 1956 c.c.*, in *Giust. civ.*, 1990, p. 132 ss
- SERRA, *Note in tema di aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, II, p. 450 ss
- SICCHIERO, *Il contratto con causa mista*, Padova, 1995
- SIEBEL, *Vorzugsaktien als «Hybride» Finanzierungsform und ihre Grenzen*, in *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 1997, p. 628 ss
- SINTENIS, *Schuldverreibungen mit Umtausrecht (Convertible Bonds) und mit Bezugsrecht*, in *Bankarchiv*, 1926, p. 52 ss
- SIRENA, *L'integrazione del diritto dei consumatori nella disciplina generale del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, p. 787 ss

- SKOG, *Convertible bonds and subscription warrants in Sweden*, in *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa* a cura di Lutter e Hirte, Berlin-New York, 2000, p. 242 ss
- SPATAZZA, in CALLEGARI-COTTINO-DESANA-SPATAZZA, *I Titoli di credito*, in *Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino*, VII, Padova, 2006
- SPIEGELBERG, *Die Notwendigkeit der Schaffung neuer Wertpapiertypen* in *Bankarchiv*, XXIII, 1924, p. 165 ss
- SPOLIDORO, *Tutela degli obbligazionisti*, in Serra-Spolodoro, *Fusioni e scissioni di società: Commento al d.lg. 16 gennaio 1991 n. 22*, Torino, 1994
- STELLA RICHTER M. J., *Cedole di azioni di società e circolazione del diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 1990, II, p. 436 ss
- STEINER, *Zulässigkeit der Begebung von Optionsrechten auf Aktien ohne Optionsschuldverschreibung (naked warrants)*, in *Wertpapier Mitteilungen*, 1990, p. 1776 ss
- TEDESCHI, *Obbligazioni convertibili, azzeramento e reintegrazione del capitale*, in *Giur. comm.*, 1981, I, p. 189 ss
- TEDESCHI, *Titoli di credito*, Torino, 1998
- TERRANOVA, *L'eccessiva onerosità nei contratti*, in *Il codice civile Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1995
- TIMOTEO, *Contratto e tempo - Note a margine di un libro sulla rinegoziazione contrattuale*, in *Contratto e impresa*, 1998, p. 619 ss
- TIMOTEO, *Il contratto in Cina e Giappone nello specchio dei diritti occidentali*, Padova, 2004
- TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2003
- TROIANO, *Significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto*, in ALPA-PATTI, *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, Milano, 1997
- UDA, *Malgrado la buona fede*, in ALPA-PATTI, *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, Milano, 1997
- VENUTI, *Nullità della clausola e tecniche di correzione del contratto*, Padova, 2004
- VISENTINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Rass. ass. banc. it.*, 1947, p. 337 ss
- VISINTINI-GALGANO, *Degli effetti del contratto*, in *Commentario Scialoja-Branca* (art. 1372-1405), Bologna-Roma, 1993
- VITALE-NOBILI, *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975
- VOLHARD, in AA.VV., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 6, 2005
- VOLLMER, in *Genußschein – ein Instrument für mittelständische Unternehmen zur Eigenkapitalbeschaffung an der Börse*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 1983, p. 445 ss
- VOLPE, *La giustizia contrattuale tra autonomia e mercato*, Napoli, 2004
- WELCKER, *Kapitalverwässerungsschutz von Wandelobligationären bei Aktienemissionen unter Börsenkurs*, Darmstadt, 1970
- WOHLFAHRT-BRAUSE, in *Wertpapier Mitteilungen*, 1997, p. 397 ss
- ZÖLLNER, *Die Anpassung dividendensatzbezogener Verpflichtungen von Kapitalgesellschaften bei effektiver Kapitalerhöhung*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 1986, p. 288 ss

ZOPPINI, *La clausola penale e la caparra*, in *Tratt. dei contratti - I contratti in generale*,
II, a cura di Gabrielli, diretto da Rescigno, Torino, 1999
ZUNINO, *Quell'oggetto misterioso che viene chiamato «warrant»*, in *Il sole 24 ore*, 15
giugno 1985