

Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN
ISTITUZIONI, MERCATI E TUTELE:
DIRITTO DELLE SOCIETÀ E DEI MERCATI FINANZIARI

Ciclo XXV

Settore Concorsuale di afferenza: 12/B1

Settore Scientifico disciplinare: IUS/04

Strumenti finanziari partecipativi e “nuovi” canali di
finanziamento delle società per azioni

Presentata da: Valentina CANALINI

Coordinatore Dottorato:
Prof. Francesco Vella

Relatore:
Prof. Roberto Sacchi

Esame finale anno 2014

Ai miei genitori

Sommario

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO I.....	7
IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO.....	7
1. EVOLUZIONE NORMATIVA: CAPITALE DI RISCHIO E CAPITALE DI CREDITO ANTE RIFORMA. LA NOVELLA DEL 2003 E LA NUOVA SOCIETÀ PER AZIONI QUALE STRUMENTO DI FINANZIAMENTO DELL'IMPRESA. I RECENTI PROVVEDIMENTI NORMATIVI E I NUOVI CANALI DI FINANZIAMENTO	7
2. LA FATTISPECIE AZIONARIA A SEGUITO DELLA RIFORMA. L'IMPERFETTA CORRELAZIONE TRA RISCHIO E POTERE	15
3. LA FATTISPECIE OBBLIGAZIONARIA A SEGUITO DELLA RIFORMA. IL FINANZIAMENTO PARTECIPATIVO	19
4. STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI E NON PARTECIPATIVI. <i>RINVIO</i>	25
5. UNO SGUARDO COMPARATISTICO: GLI STRUMENTI IBRIDI DI FINANZIAMENTO NELL'ESPERIENZA CONTINENTALE, INGLESE E STATUNITENSE.....	32
CAPITOLO II	43
LA RICOSTRUZIONE SISTEMATICA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PREVISTI NEL CODICE CIVILE.....	43
1. INDAGINE SULLE TIPOLOGIE DI STRUMENTI FINANZIARI TRA UNITÀ E PLURALITÀ DELLE FATTISPECIE. TENTATIVO DI UN INQUADRAMENTO SISTEMATICO.	43
2. IL CONCETTO DI PARTECIPAZIONE COME ATTRIBUZIONE DI DIRITTI AMMINISTRATIVI. UNA POSSIBILE RICOSTRUZIONE.	50
3. LA VALENZA PATRIMONIALE DEL CONCETTO DI "PARTECIPATIVITÀ" COME PARTECIPAZIONE AL RISCHIO DI IMPRESA: IL MANCATO DIRITTO AL RIMBORSO DELL'APPORTO.	54
4. PLURALITÀ DI STRUMENTI E PLURALITÀ DI DISCIPLINE. TRA AUTONOMIA E SOVRAPPOSIZIONE.	59
5. LA <i>SUMMA DIVISIO</i> TRA PROVVISITA DI CAPITALE DI RISCHIO E PROVVISITA DI CAPITALE DI CREDITO	66
CAPITOLO III.....	72
LA RAFFIGURAZIONE CONTABILE NEL BILANCIO DELLA SOCIETÀ EMITTENTE	72
1. LA RAFFIGURAZIONE CONTABILE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI NEL BILANCIO DELLA SOCIETÀ EMITTENTE: TRA DEBITO E PATRIMONIO NETTO	72
2. <i>SEGUE</i> . LA RAPPRESENTAZIONE CONTABILE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DI TIPO "OBBLIGAZIONARIO"	76
3. <i>SEGUE</i> . LA RAPPRESENTAZIONE CONTABILE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI "PARTECIPATIVI".	79
4. <i>SEGUE</i> . LA RAPPRESENTAZIONE CONTABILE DELLE PRESTAZIONI D'OPERA E SERVIZI A FRONTE DELL'EMISSIONE DI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI.....	85
5. STRUMENTI FINANZIARI E PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI	89
CAPITOLO IV	104
GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI: ELEMENTI DELLA FATTISPECIE E DIRITTI PATRIMONIALI	104
1. ALCUNE PREMESSE "SISTEMATICHE"	104
2. LA CAUSA DELL'OPERAZIONE ECONOMICA POSTA ALLA BASE DELL'EMISSIONE	106
3. L'ORGANO COMPETENTE ALL'EMISSIONE.....	108

4.	L'ESSENZIALITÀ DELL'APPORTO	111
5.	I DIRITTI PATRIMONIALI: UNA PRIMA RICOSTRUZIONE. LA PARTECIPAZIONE AGLI UTILI.....	115
6.	<i>SEGUE</i> . I DIRITTI PATRIMONIALI: LA PARTECIPAZIONE ALLE PERDITE.....	123
7.	<i>SEGUE</i> . I DIRITTI PATRIMONIALI: IL DIRITTO ALLA LIQUIDAZIONE	129
CAPITOLO V.....		134
STRUMENTI FINANZIARI OBBLIGAZIONARI E OBBLIGAZIONI PARTECIPATIVE		134
1.	STRUMENTI FINANZIARI DI TIPO OBBLIGAZIONARIO: INQUADRAMENTO SISTEMATICO	134
2.	ELEMENTI DELLA FATTISPECIE: CARATTERISTICHE E NATURA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI EX ART. 2411, TERZO COMMA, C.C.	143
3.	PROFILI DI DISCIPLINA APPLICABILE: LA COMPETENZA ALL'EMISSIONE, I LIMITI DI CUI ALL'ART. 2412 C.C. E I DIRITTI ORGANIZZATIVI.	146
4.	STRUMENTI FINANZIARI OBBLIGAZIONARI E DIRITTI ORGANIZZATIVI. <i>SEGUE</i> . SULLA PROPOSTA DI CONCORDATO.	156
5.	DIRITTI PATRIMONIALI: MODALITÀ DI INDICIZZAZIONE DEL RIMBORSO DEL CAPITALE	164
CAPITOLO VI.....		173
I C.D. "MINIBOND" E LE "NUOVE" OBBLIGAZIONI PARTECIPATIVE PREVISTE AI SENSI DEL DECRETO SVILUPPO.....		173
1.	IL CONTESTO DI RIFERIMENTO: L'ATTUALE SITUAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO	173
2.	LA NUOVA FORMULAZIONE DEL QUINTO COMMA DELL'ART. 2412 C.C.	177
3.	LE "NUOVE" OBBLIGAZIONI SUBORDINATE E PARTECIPATIVE.....	182
4.	LE NOVITÀ NEL TRATTAMENTO FISCALE DEI C.D. "MINIBOND": ALCUNE RIFLESSIONI CIRCA IL COORDINAMENTO RISPETTO ALLA DISCIPLINA CIVILISTICA	193
5.	ALCUNE CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE: UN BILANCIO DELLE RECENTI MODIFICHE ..	200
BIBLIOGRAFIA.....		205

Introduzione

Volendo muovere alcune considerazioni preliminari circa la genesi e l'impostazione di questo lavoro al fine di delineare il filo conduttore riconoscibile tra le pagine che seguiranno, occorre precisare che inizialmente il mio oggetto di ricerca era stato circoscritto alla nuova disciplina degli strumenti finanziari "partecipativi" e "non partecipativi" ed, in particolare, al loro possibile impiego quale modalità di reperimento di risorse finanziarie nella vita di una società per azioni.

Anche all'occhio di un primo osservatore tali strumenti si rilevano, almeno potenzialmente, particolarmente duttili, consentendo quindi un loro utilizzo in molteplici situazioni. Durante questo primo studio la mia attenzione si era maggiormente concentrata su quello che è stato ad oggi il principale impiego di tali strumenti a partire dalla loro introduzione con la novella del diritto societario del 2003, ovvero il loro utilizzo nelle operazioni di ristrutturazione del debito e in generale durante le fasi di crisi di impresa.

In questo contesto, gli strumenti finanziari "partecipativi" – nella accezione che avrò modo di esplicitare nei successivi capitoli¹ - si sono rivelati uno strumento adeguato e flessibile, soprattutto per consentire operazioni di *restructuring*, ossia di ristrutturazione del debito maturato dalle società in crisi nei confronti del sistema bancario. I finanziamenti bancari vengono così convertiti in apporto di capitale di rischio mediante la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi da parte degli istituti di credito, consentendo a questi ultimi di recuperare almeno in parte il proprio credito (anche se in modo aleatorio) e garantendo allo stesso tempo la possibilità di controllare in modo più o meno diretto l'operato della società mediante l'attribuzione di eventuali diritti amministrativi².

¹ Si veda *infra*, Cap. II.

² In particolare, come sottolineato in BUSANI - SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le Società*, 2011, 8, 925, l'utilizzo di ingenti quantitativi di denaro delle banche per ricapitalizzare le società debentriche ha sollecitato l'ideazione di strumentazioni operative idonee a permettere alle banche stesse di "controllare" le scelte gestionali delle società che beneficiano di questi piani di ristrutturazione e quindi l'utilizzo del denaro bancario. Vi sono, ad esempio, casi in cui le banche pretendono la nomina di propri rappresentanti nei ruoli manageriali chiave (ad esempio nel ruolo di direttore finanziario oppure mediante la creazione della figura del *Chief Restructuring Officer*, cui viene affidato un ruolo determinante nelle decisioni gestionali successive all'approvazione del piano di

Successivamente, tuttavia, approfondendo questa analisi, mi sono resa – ben presto – conto che l’impiego degli strumenti finanziari partecipativi si poteva muovere verso altre direzioni ed, in particolare, non doveva essere limitato esclusivamente alle fasi patologiche di crisi impresa, ma ben si poteva estendere ed adattare anche alle situazioni fisiologiche di crescita della società. Mi riferisco, ad esempio, al loro utilizzo nelle operazioni di acquisizione e, più in generale, quali canali alternativi per il reperimento di risorse finanziarie attraverso operazioni di *private equity* indirizzate a sostenere sia la fase di nascita che di sviluppo delle imprese. In tale ambito è stato sottolineato il loro impiego nell’acquisto di partecipazioni di minoranza, garantendo notevoli vantaggi (i) sia per l’investitore, offrendo al contempo la possibilità di ottenere privilegi di natura patrimoniale e l’attribuzione di alcuni diritti di gestione e controllo della società (nonché la facoltà di convertire in secondo momento la propria partecipazione in azioni della società); (ii) sia per il socio di maggioranza, consentendo il sostanziale vantaggio di non veder diluita la propria partecipazione e infine (iii) anche per la società stessa, permettendo di ridurre il livello di indebitamento finanziario e rafforzando la propria struttura patrimoniale dell’emittente³. Ma non solo. Grazie all’ampio spazio lasciato all’autonomia statutaria, gli strumenti finanziari “partecipativi” e “non partecipativi” si possono declinare nelle più svariate forme di finanziamento o di investimento nelle società per azioni, sia quali provviste di capitale di rischio che come fonti di capitale di debito.

In questo senso, tali strumenti possono essere quindi impiegati in quasi tutte le operazioni di finanza strutturata, dal *mezzanine finance*, al *project financing*, alle operazioni di *merger leveraged buy-out*. Infine, si deve notare come anche nelle società miste a partecipazione pubblica gli strumenti finanziari partecipativi potrebbero essere

ristrutturazione) nonché casi in cui le banche, convertendo il proprio credito in capitale e quindi divenendo addirittura socie delle società finanziate, intendono nominare, negli organi sociali, propri esponenti, al cui volere le decisioni aziendali siano variamente subordinate o comunque siano da essi controllate.

³ Cfr. in tal senso GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Le acquisizioni societarie*, diretto da IRRERA, Bologna, 2011, 616. Secondo l’Autore tale tecnica di utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi ha consentito di ridurre il livello di indebitamento, di rafforzare la struttura patrimoniale del debitore e di riconoscere ai creditori una posizione di privilegio nell’*equity* attraverso, ad esempio, le seguenti soluzioni: l’attribuzione di una priorità nella distribuzione di utili e di una postergazione nell’assorbimento delle perdite nei limiti consentiti, la nomina di un rappresentante dei titolari di strumenti finanziari partecipativi nel consiglio di amministrazione della società emittente, la limitazione delle prerogative degli azionisti (come quella che deriva dalla previsione secondo cui talune decisioni dell’assemblea dei soci debbono ricevere il parere favorevole dell’assemblea dei titolari di strumenti finanziari partecipativi).

di particolare utilità ed avere così ampia diffusione, potendo essere sottoscritti sia dall'ente pubblico che da parte dell'investitore privato.

In definitiva, senza voler troppo anticipare quello che sarà ripreso nelle prossime pagine, proseguendo nello studio degli strumenti finanziari partecipativi, sono rimasta sempre più – mi permetto di dire – “affascinata” dalle pressoché infinite modalità di impiego degli stessi nella vita di una società per azioni.

Muovendo da queste preliminari considerazioni, mi sono perciò domandata quale fosse l'intento del legislatore della riforma e se vi fosse un minimo comun denominatore tra le varie forme e/o gradazioni degli strumenti finanziari “partecipativi” e “non partecipativi” presenti nel nostro ordinamento. L'ampio spazio lasciato all'autonomia negoziale, infatti, permette agli operatori di combinare insieme vari elementi delle due fattispecie cardine del patrimonio finanziario delle società di capitali, ovvero l'azione e l'obbligazione. In questo modo, quindi, si potrà ottenere – come nelle migliori ricette – lo strumento più adatto all'operazione concreta.

Approfondendo questo aspetto, come avrò modo di sviluppare nelle pagine che seguono, ho inizialmente ritenuto che l'elemento accomunante di tutte le possibili geometrie di questi strumenti fosse la natura e lo scopo di finanziamento della società per azioni, siano essi considerati strumenti di *equity* o di *debt*. In un certo senso, infatti, gli strumenti finanziari “partecipativi” e “non partecipativi” presuppongono una “causa data” (a differenza dalle obbligazioni), che «può atteggiarsi anche come causa *praeterita* (così nel caso degli strumenti finanziari assegnati ai dipendenti a norma dell'articolo 2349, comma terzo, c.c.)»⁴, la quale però a differenza delle azioni non risiede nella causa *societatis*, e quindi dovrebbe risiedere nella causa di finanziamento. Gli strumenti finanziari comunque denominati, di norma, non vengono emessi gratuitamente, ma esigono un apporto da parte dei soci o di terzi, anche d'opera o servizi. Sul punto, peraltro, è stato osservato che l'onerosità del negozio a fronte del quale avviene l'emissione non può dirsi imprescindibile, essendo ravvisabili alcune ipotesi di “emissione senza apporti” quali (i) l'emissione gratuita di strumenti finanziari a fronte di prestatori di lavoro dipendente ai sensi dell'art. 2349, 2° comma, c.c. e (ii) l'emissione gratuita di strumenti finanziari partecipativi a tutti i soci, proporzionalmente

⁴ Così SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 06, p. 621.; ID., *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi (impresa corporation e provvista del capitale di credito)*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 259;

al numero di azioni possedute⁵. Non sono tuttavia queste le ragioni per cui, approfondendo la mia analisi, mi sono dovuta in parte ricredere sulle considerazioni appena riportate. Definire tali strumenti esclusivamente quali tecniche di finanziamento della società per azioni vuol dire in realtà limitare notevolmente la loro portata applicativa e, con essa, le finalità della riforma del 2003. In altre parole, confinare gli strumenti finanziari all'ambito degli strumenti di debito potrebbe anche misconoscere l'intento del legislatore di ampliare le possibilità di accesso al mercato delle società per azioni. In questo senso, come detto, il legislatore ha voluto lasciare ampio spazio all'autonomia privata nel configurare lo strumento più soddisfacente al caso di specie. La mia idea si è mossa quindi in una direzione diversa, ovvero che la natura di questi strumenti possa consistere sia in quella di finanziamento che in quella di investimento⁶. In particolare, laddove il regolamento dello strumento finanziario preveda per i suoi titolari una modalità di partecipazione al rischio di impresa non dissimile da quella che normalmente appartiene agli azionisti, non solo in termini di partecipazione agli utili ed alle perdite, ma anche in termini di versamento a "a fondo perduto" – ovvero senza prevedere un obbligo di rimborso, se non in sede di liquidazione della società – ritengo che sia più corretto configurare tali strumenti come forme di investimento nel capitale di rischio della società, piuttosto che quali tecniche di finanziamento da collocarsi nel capitale di debito dell'emittente. Diversamente, invece, laddove lo strumento preveda, seppur astrattamente un obbligo di rimborso del capitale versato nei confronti del portatore del titolo, essi dovranno qualificarsi – e conseguentemente appostarsi a bilancio – come titoli di debito, assimilabili in qualche modo alle obbligazioni.

È apparso quindi necessario chiarire se, ed eventualmente in che modo, il nostro legislatore ha voluto distinguere e disciplinare, gli strumenti in questione. Nel corso delle pagine che seguiranno, verrà dunque dedicata particolare attenzione nella ricostruzione sistematica di tali strumenti nel nostro ordinamento, sia dal punto di vista civilistico che contabile. In particolare oggetto di studi sarà la questione se tali strumenti rappresentino una categoria unitaria, quale *tertium genus* e, come tale, disciplinata in

⁵ Cfr. NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società. Azioni*, a cura di MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Milano, 2008, p. 75. Sull'argomento si rimanda, *infra*, Cap. V, § 4.

⁶ La distinzione tra investimento nella società e finanziamento alla stessa è efficacemente proposta da VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, Torino, 2012, p. 69.

maniera uniforme o se, al contrario, sono rinvenibili diverse tipologie di strumenti non accomunabili in un'unica categoria e, per questo, soggetti a discipline diverse.

Proseguendo nell'indagine proposta, il percorso iniziato con la riforma sembra aver avuto una risonante eco nel corso degli ultimi anni, in cui la recente crisi dei mercati finanziari ha indotto il legislatore a dedicare ancora maggiore attenzione alla flessibilità nelle modalità di recupero di capitali diversi dall'investimento azionario e dal puro finanziamento obbligazionario o bancario per le società per azioni e soprattutto per le piccole-medie imprese. Mi riferisco in particolare ai recenti interventi normativi emanati nel corso della stesura di questo lavoro, ovvero il c.d. Decreto Sviluppo⁷ e il c.d. Decreto Liberalizzazioni⁸, i quali, *inter alia*, hanno introdotto una disciplina di maggior favore per l'accesso al mercato delle piccole-medie imprese non quotate, rimuovendo molti dei limiti codicistici e accordando una disciplina fiscale particolarmente incentivante, hanno proposto nuovi canali di finanziamento alternativi al prestito bancario, quali i c.d. *project bonds*, ed hanno modificato la disciplina in tema di cambiali finanziarie e le "nuove" obbligazioni partecipative.

Nell'analizzare la nuova prospettiva in materia di società per azioni di cui la riforma del 2003 si è fatta portavoce nonché le novità introdotte con il c.d. Decreto Sviluppo e il c.d. Decreto Liberalizzazioni in tema di canali di finanziamento alternativi ai modelli classici azione/obbligazione, mi sono anche chiesta se questi nuovi strumenti offerti dal legislatore possano comportare anche un sovvertimento – e non solo un'alterazione – del rapporto tra capitale di rischio e controllo, consentendo da un lato un trasferimento del rischio di impresa dall'imprenditore ai risparmiatori e dall'altro offrendo margini di controllo dell'impresa a semplici investitori.

In altre parole, mi sono posta l'interrogativo, da cui credo non ci si possa esimere, se gli strumenti finanziari previsti dalla riforma siano un *quid novi* rispetto agli strumenti classici dell'azione e dell'obbligazione, in tutte le loro molteplici varianti, oppure se tali entità possano comunque essere ricondotte agli schemi tradizionali incentrati sulla dicotomia capitale di rischio e capitale di debito.

⁷ Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83, pubblicato in Gazzetta Ufficiale 26 giugno 2012, n. 147, convertito con modificazioni, dalla L. 7 agosto 2012, n. 134 pubblicata in Gazzetta Ufficiale n. 187 del 1 agosto 2012.

⁸ Decreto Legge 24 gennaio 2012, n. 1, convertito con modificazioni dalla Legge 24 marzo 2012, n. 27, recante "Disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività", pubblicata Gazzetta Ufficiale n. 71 del 24 marzo 2012.

Al fine di rispondere a queste domande appare senz'altro necessario partire da un'analisi delle norme introdotte dal legislatore del 2003 nel tentativo di comprenderne le possibili conseguenze a livello sistematico nonché i confini e le sovrapposizioni tra fattispecie diverse, anche con riferimento agli strumenti previsti dai recenti provvedimenti normativi.

CAPITOLO I

Il quadro normativo di riferimento

1. Evoluzione normativa: capitale di rischio e capitale di credito ante riforma. La novella del 2003 e la nuova società per azioni quale strumento di finanziamento dell'impresa. I recenti provvedimenti normativi e i nuovi canali di finanziamento

Sulla base di quanto esposto nella pagine introduttive, è necessario muovere le premesse di questa trattazione dalla riforma organica del diritto societario del 2003, la quale si può dire abbia introdotto un nuovo modo di concepire il diritto delle società come diritto dell'impresa e del finanziamento dell'impresa, dedicato alla provvista del capitale di rischio e del capitale di credito. Alla luce della riforma, si può sostenere che le società di capitali, *in primis*, siano sempre più funzionali all'articolazione dell'iniziativa economica⁹.

⁹ Sulla concezione prevalentemente « finanziaria » dell'impresa azionaria, per tutti, ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, p. 2 e ss. e *ivi* p. 35 e ss., FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 689 ss.; LIBONATI, *I « nuovi » strumenti finanziari partecipativi*, *ivi*, 2007, I, p. 1 ss.; ID., *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in BALZARINI-CARCANO-VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, II, Milano, 2007, p. 592 ss.; SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, *cit.*, p. 621.; ID., *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi (impresa corporation e provvista del capitale di credito)*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 256 ss.; ID., *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio nazionale del notariato*, 2004, suppl. 2, p. 226 ss.; ALLEGRI, *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 239 ss.; WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in BENAZZO-PATRIARCA-PRESTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003, p. 169 ss.; COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum*, *Scritti in onore di G.F. Campobasso*, I, Torino, 2006, p. 727 ss.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, p. 601 ss.; ID., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa*, 2003, I, p. 542 ss.; ID., *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società, Manuale breve*, Milano, 2008, p. 133 ss.; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1090 ss.; ID., *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, *ivi*, 2007, p. 965 ss.; LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 11.

Al fine di meglio comprendere le intenzioni della riforma occorre spendere qualche considerazione sul contesto normativo in cui questa ha cominciato a modellarsi.

Come è stato puntualmente osservato, «ogni studio sul finanziamento dell'impresa prende le mosse dalla distinzione tra capitale e debito»¹⁰. Il legislatore del 1942, mutando l'orientamento del codice di commercio del 1882, ha distinto in maniera radicale le competenze attive e passive in capo agli azionisti da un lato e agli obbligazionisti dall'altro¹¹. *Equity* e *debt* sono dunque i due rami principali su cui si è sempre snodato il tema del finanziamento dell'impresa societaria, quali capitale e finanziamento¹². A tale dicotomia si affianca inesorabilmente la funzione essenziale del capitale sociale quale elemento dirimente tra il socio e il finanziatore. In particolare, quale corollario alla centralità del capitale sociale vi è il principio cardine della correlazione tra potere di gestione dell'impresa e rischio connesso all'investimento posto in essere.

Il legislatore della riforma sembrerebbe aver cercato di sovvertire lo schema tipico azione-obbligazione attraverso l'ampliamento e la diversificazione dei canali di reperimento delle risorse finanziarie per le società per azioni¹³. Scopo di questa indagine è, tra l'altro, verificare se ed in che modo questa struttura base sia stata realmente stravolta.

Le esigenze di finanziamento – fondamentali per la struttura della società per azioni al fine di conseguire al meglio il proprio scopo sociale – hanno senz'altro determinato, nell'ambito della riforma societaria del 2003, l'attribuzione di una rilevanza peculiare al tema della provvista finanziaria, vedendo così il proliferare di istituti volti evidentemente ad offrire una maggiore possibilità di reperire fondi sul mercato.

In questa prospettiva la società per azioni assurge, più che a struttura di esercizio dell'impresa, a struttura di finanziamento per il suo esercizio; ed è proprio nella

¹⁰ Così LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 11.

¹¹ Nel senso della centralità della dicotomia azione/obbligazione di cui la previsione di strumenti per così dire ibridi potrebbe segnare in qualche modo il superamento, cfr. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, p. 131 ss.; LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 103 ss.; SALANITRO, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum, Scritti in onore di G.F. Campobasso*, I, Torino, 2006, p. 721 ss.

¹² Ovvero, come è stato definito in dottrina, una distinzione tra investimento e finanziamento. Sul punto, cfr. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano 2001, p. 501 ss.

¹³ Tuttavia, come avrò modo di approfondire nelle prossime pagine, la *summa divisio* tra capitale di rischio e capitale di credito non può considerarsi ad oggi completamente superata. Per una trattazione approfondita v., infra, § 5.

peculiare interrelazione tra il piano della società ed il piano dell'impresa (e del suo finanziamento) che si deve rintracciare «non solo il nucleo del problema degli strumenti finanziari, ma anche il senso più profondo della nuova disciplina delle società per azioni»¹⁴.

La constatazione che la società per azioni rappresenti anche – e d in primo luogo – «una tecnica di finanziamento dell'impresa»¹⁵ sembra essere scolpita nella prospettiva della novella societaria dall'enunciazione – contenuta nell'*incipit* della legge delega – che la riforma dovrà avere l' «obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali»¹⁶. Questa concezione rappresenta il *leitmotiv* di tutta la riforma, dalla quale emerge la volontà di rafforzare la struttura patrimoniale e finanziaria delle società capitalistiche, per favorirne sia l'accesso al mercato dei capitali, sia l'ingresso dei capitali privati.

Si è voluto così dotare la società per azioni di una struttura finanziaria efficiente e concorrenziale rispetto a quelle offerte da altri ordinamenti europei ed extraeuropei, nella consapevolezza che la concorrenza tra i vari paesi, in una realtà ormai globalizzata, si gioca anche sul piano della competizione fra ordinamenti¹⁷.

In questa direzione la società per azioni emerge in una dimensione finanziaria, cioè come veicolo capace di attrarre finanziamenti. In questo senso l'impresa è stata anche definita come una funzione la quale «riceve come input denaro, poi, a conclusione del processo produttivo, restituisce come output denaro»¹⁸.

La novella del 2003 sembra quindi aver abbracciato l'impostazione capitalistica del diritto societario e la società per azioni appare oggi l'emblema di questa impostazione.

Il legame fondamentale tra s.p.a. e capitalismo risiede proprio nella funzione ontologica della s.p.a., che dovrebbe essere quella di raccolta, principalmente presso i

¹⁴ Così FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 806.

¹⁵ In questo senso anche LIBONATI, *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale. La società per azioni*, Milano, 2004.

¹⁶ Così l'art. 2, 1° co., lett. a), l. 3 ottobre 2001, n. 366, Delega al Governo per la riforma del diritto societario.

¹⁷ Cfr. TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti "ibridi" partecipativi*, Torino, 2000, p. 17; ID., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1082 e ss., più in generale in una prospettiva comparatistica, PORTALE, "Armonizzazione" e "concorrenza" tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di CAMPOBASSO, I, Milano, 2003 XIII e ss.

¹⁸ Così ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 22.

risparmiatori, di quel capitale privato che è alla base del sistema capitalistico; capitale che è necessario per finanziare le imprese¹⁹.

La significativa elasticità e modulabilità del modello organizzativo della società per azioni la rende una struttura finanziaria complessa in cui si intrecciano diversi rapporti contrattuali con soggetti differenti dagli azionisti-imprenditori e dagli obbligazionisti-finanziatori così come tradizionalmente intesi²⁰. In questo scenario è stato opportunamente rilevato che si assiste sempre di più all'instaurazione di molteplici rapporti tra la società, i soci e i terzi, distinti dal contratto di società, ma ad esso in vario modo collegati²¹. Riprende allora vigore la ormai nota teoria del *nexus of contracts*, importata dai paesi statunitensi²², secondo la quale il contratto sociale svolge principalmente la funzione di creare un centro di imputazione di diversi rapporti giuridici che si instaurano nel normale svolgimento dell'attività di impresa²³. La società per azioni in questa ottica diviene allora «un intreccio di rapporti»²⁴, in cui convergono interessi differenti e non sempre facilmente coniugabili.

La dottrina quindi si è trovata costretta a ripensare alla visione della società per azioni come contratto associativo, al fine di abbracciare un'ottica più capitalistica, maggiormente attenta al profilo finanziario, che vede le società come «esercizio collettivo dell'impresa»²⁵.

D'altro canto che il legislatore della riforma abbia compiuto una scelta in termini di istituzionalismo piuttosto che di contrattualismo, è opinione diffusa in dottrina²⁶.

¹⁹ Cfr. VISENTINI, *Diritto Commerciale. La società per azioni*, Padova, 2012, 62.

²⁰ Il riferimento è a tutti gli *stakeholders* della società: dagli apportatori d'opera e servizi ai fornitori, dai grandi finanziatori ai fondi chiusi di *private equity* e di *venture capital*.

²¹ In questo senso, OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 57 ss., ove l'Autore sostiene che la società per azioni si risolve «in un intreccio di rapporti».

²² Cfr. tra i molti, MARCHETTI, *La nexus of contracts theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000 p. 13 ss.; MACEY, *Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Nonshareholders Constituencies from a theory of the firm perspective*, in *Cornell Law review*, 1999, p. 1266 ss; FAMA, *Agency Problem and the Theory of the Firm*, in "*J. Pol*", 1990, p. 301 ss; ID. e JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, e ID., *Agency Problems and Residual Claims*, entrambi in *Journal of Law and Economics*, 1983, p. 327 ss.

²³ TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, cit., p. 1115 ss.

²⁴ Così OPPO, *Patto sociale, patti collaterali*, cit., p. 57.

²⁵ Così ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il Nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Milano, 2003, p. 13 e ss.

²⁶ Occorre ricordare che seppur sostenuta da autorevole dottrina, rimane comunque la tesi minoritaria. Cfr. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema di uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, I, 699; OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *I quaderni della rivista di diritto civile – Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. CIAN, 2004, p. 7 ss.

Molti autori nel dibattito tra “istituzionalismo” e “contrattualismo”, interrogandosi sul concetto di interesse sociale e, di conseguenza, su quale sia il compito fondamentale della società, hanno optato per la scelta della tesi ricostruttiva istituzionalista, muovendo dalla considerazione che nella nuova disciplina della società per azioni si non evince una costante contrattualità del rapporto sociale data la possibilità, ad esempio, di costituire un’impresa azionaria unipersonale, nonché la circostanza che le azioni possano essere assegnate in numero non proporzionale ai conferimenti, o ancora che possano essere disciplinate diversamente per quanto concerne l’incidenza delle perdite o addirittura essere prive di voto, «tutto ciò senza che sia richiesto un adeguamento patrimoniale della diversità del potere al rischio, dunque un equilibrio contrattuale»²⁷. Inoltre il diritto contrattuale del socio sarebbe compromesso non solo dalla nuova disciplina del rapporto sociale, ma – soprattutto - dal concorso con i diritti di terzi che possono emergere dalla costituzione di vari rapporti giuridici, quali ad esempio quelli obbligazionari o quelli di portatori di strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, nonché quelli relativi alla costituzione di patrimoni destinati ad uno specifico affare o ai contratti di finanziamento di specifici affari.

Al riguardo, senza alcuna pretesa di esaustività e per i soli aspetti connessi con il presente lavoro, ritengo condivisibile l’idea di chi sostiene che ad oggi occorra superare gli schematismi che hanno per anni visto come contrapposte le tesi istituzionaliste e quelle contrattualiste al centro dell’ormai secolare dibattito sulla natura e costruzione giuridica dell’impresa.

E’ opportuno infatti prendere atto del sostanziale superamento di una ontologica antinomia tra le due dottrine ora citate. Tali teorie sembrano essere espressione di posizioni ideologiche più che avere una rilevante portata pratica nell’ambito delle scelte di regolamentazione dei principali istituti di diritto societario. Le formule frutto di tali teorie rimangono troppo astratte nel momento della loro applicazione al caso concreto e, pertanto, prive di qualsiasi utilità pratica. Come aveva avuto modo di sottolineare anche il Prof. Libonati «l’interesse della società si risolve in interessi di uomini e non ha valenza autonoma che ne permetta l’individuazione separatamente dalla considerazione degli interessi o piuttosto dei bisogni di coloro che l’hanno costituita o che vi investano

²⁷ Così OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, cit., p. 12.

o che vi lavorino»²⁸. Gli uomini, in quanto tali, sono portatori di interessi non uniformi, anzi di regola sono obiettivamente divergenti ed in contrasto tra di loro.

Vi è, in primo luogo, una profonda differenza fra i soci con un'ottica di investimento di lungo periodo e quelli con un'ottica di breve periodo, fra gli interessi dei soci di maggioranza e quelli dei soci di minoranza, fra l'interesse degli investitori professionali, quello degli investitori istituzionali e quello dell'operatore non qualificato; vi è ancora l'interesse dei soci attuali e quello dei soci futuri ed, infine, vi è l'interesse dei terzi, dei creditori volontari e dei creditori involontari, dei lavoratori e di tutti quei soggetti che pur non essendo soci si pongono in relazione con la società e che, conseguentemente, sono portatori di un proprio specifico interesse, quali – *in primis* – i portatori degli strumenti finanziari partecipativi. Appare quindi evidente come non sia possibile fornire una nozione univoca e omnicomprensiva dell'interesse sociale. Al contrario è necessario verificare di volta in volta qual è l'interesse da tutelare, ovvero quello meritevole di tutela nel nostro ordinamento nel caso di specie.

In definitiva, quindi, l'unica vera strada percorribile dovrebbe essere quella di valutare caso per caso l'interesse da tutelare, cercando al contempo di uniformare le scelte di sistema in modo coerente tra di loro. Il frutto di tali scelte e compromessi potrà essere considerato, in conclusione, come l'interesse sociale. Poiché tuttavia, come inizialmente ricordato, l'interesse è "umano", la scelta più opportuna sarebbe quella di non lasciare tale valutazione ai singoli soggetti coinvolti ma ad un terzo imparziale ed esterno in grado di ponderare e contemperare i vari interessi in modo più razionale possibile. Questa scelta non dovrebbe perciò essere affidata né agli amministratori²⁹, né ai soci (singolarmente o mediante l'organo assembleare) né ai creditori. Rimarrebbero due alternative: una valutazione effettuata aprioristicamente dal legislatore oppure una scelta rimessa alle determinazioni del mercato. Entrambe queste teorie non sono esenti da critiche. Considerando tuttavia che (i) il mercato risente di numerosi fattori extrasocietari e, in particolare, delle asimmetrie informative; (ii) pur in una situazione di totale trasparenza il mercato non è sempre razionale ed efficiente; (iii) non per tutte le

²⁸ Così, LIBONATI, *Riflessioni su l' "interesse sociale" di P.G. Jaeger*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del Convegno (Milano, 9 ottobre 2009)*, Quaderni di giur. comm., Milano, 2010, p. 76.

²⁹ Attribuire agli amministratori il ruolo dei compositori tra gli interessi dei vari azionisti e delle diverse categorie di *stakeholders* (avvicinandosi così maggiormente alle posizioni istituzionaliste) potrebbe determinare una sostanziale irresponsabilità degli amministratori, i quali, a loro volta, sono portatori di un proprio interesse e sono per lo più legati al socio di controllo attuale della società.

società esiste un vero mercato e, infine, volendo aderire alla tesi di chi sostiene che (iv) il mercato tende ad favorire politiche di redditività a breve termine (espressione quindi solo di alcuni interessi), ritengo preferibile la scelta che rimette tale valutazione al legislatore stesso³⁰. Tale soluzione però non appare sempre percorribile e ciò in primo luogo poiché il legislatore non può essere in grado di prevedere *ex ante* quale sia il modo migliore per assicurare la tutela di un determinato interesse e favorire la crescita dell'impresa, intesa come contemperamento di tutti i valori di cui essa è portatrice, fermo restando che è difficile comprendere se esista davvero un catalogo chiuso di interessi coinvolti. Con questa affermazione intendo dire, tornando a quanto precedentemente ricordato, che è difficile ricondurre tali valutazioni ad un unico totalizzante schematismo. In circostanze diverse, pur perseguendo lo stesso interesse, l'abbassamento di una tutela in senso assolutistico può risultare ingiustificato alla luce del risultato complessivo dell'operazione³¹. Pertanto, sempre più spesso, il legislatore si limita ad indicare alcuni principi cardine su cui si basano le scelte di sistema, lasciando al contempo ampio spazio all'autonomia statutaria di modo che essa possa tutelare al meglio l'interesse di volta in volta rilevante. Ed è proprio in questo senso che sembra essersi mosso il legislatore della riforma nell'introdurre nel nostro sistema dei nuovi strumenti "atipici", ovvero diversi sia dalla fattispecie "azione" sia da quella "obbligazione", quali gli strumenti finanziari partecipativi. Non potendo regolare le svariate gradazioni ed i possibili impieghi di tali strumenti, il nostro legislatore ha preferito rimanere silente nella disciplina di dettaglio. Come avremo modo di approfondire, ad ogni buon conto, alcune regole "base" sono comunque presenti nella struttura della società per azioni come rivista dalla novella.

In questa presa di coscienza, il legislatore ha gradatamente riconosciuto che il processo di crescita delle imprese, siano esse piccolo-medie o di grandi dimensioni, è legato alla capacità di reperire risorse finanziarie attraverso canali alternativi e ulteriori rispetto a quello bancario³². La raccolta di risorse finanziarie attraverso il mercato di capitali

³⁰ Cfr. SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Quaderni di giur. comm., Milano, 2010, p. 144 ss.

³¹ Così SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, cit., p. 149 ss.

³² Che il credito bancario non sia più il motore per lo sviluppo dell'impresa è evidenziato già da tempo in dottrina, v. STELLA RICHTER JR., *Società (riforma delle)*, in *Enc. Giur. XXIX*, Roma, 2004, p. 4 e ss., laddove evidenzia il chiaro disfavore della riforma nei confronti del credito bancario, quale principale fonte di finanziamento dell'attività sociale.

appare del resto un percorso obbligato nella vita di una società per azioni se si considera il profondo cambiamento nelle modalità di accesso al credito bancario, sempre più stringenti a seguito dell'adozione delle regole imposte da "Basilea 2" e soprattutto dal recente "Basilea 3"³³.

Questo percorso, che ha mosso i suoi primi passi nel nostro ordinamento proprio con la riforma del 2003, sembra essersi sempre più sviluppato nel corso degli ultimi anni, sino a sfociare nei recenti interventi normativi di cui al c.d. Decreto Sviluppo e al c.d. Decreto Liberalizzazioni, la cui trattazione si rimanda ai successivi capitoli³⁴.

Preso atto di ciò, il legislatore della riforma ha ritenuto opportuno mettere a disposizione dell'autonomia privata una ricca gamma di canali di finanziamento, nell'ottica di diversificazione dei mezzi di raccolta di capitale, sia esso di credito o di rischio.

³³ Nel 1988 il Comitato di Basilea – composto dai Comitati dei Governatori delle Banche centrali - ha elaborato una prima regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale delle banche, meglio nota come "Basilea 1". Nel corso del tempo lo stesso Comitato ha evidenziato alcuni limiti di tale disciplina e nel 1999 ha dunque proposto una seconda disciplina, meglio conosciuta come "Basilea 2". Tale accordo è stato revisionato nel 2004 e trasfuso nella direttiva 2006/48/CE e recepito nel nostro ordinamento, dalla legge 15/2007 di conversione del decreto legge n. 297/2006 e dalla circolare della Banca d'Italia n. 263/2006. L'accordo di "Basilea 2" prevede tre settori di disciplina (c.d. tre "pilastri") relativi, rispettivamente, ai requisiti minimi patrimoniali, ai controlli interni delle banche e alla trasparenza nei confronti del pubblico. Sugli impatti di Basilea 2, cfr. VICARI, *La nuova disciplina di Basilea tra obblighi di capitalizzazione delle banche, costo medio del passivo e obiettivo di riduzione dei tassi di finanziamento per le imprese*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese*, Torino, 2010, p. 11 ss. Infine, a seguito della recente crisi dei mercati finanziari, il 12 settembre 2010, al fine di garantirne una maggiore solidità del sistema bancario, il Comitato di Basilea ha approvato un "nuovo" Accordo, il cosiddetto «Basilea 3» che impone requisiti patrimoniali più severi per l'operatività delle banche. Tale accordo è ancora in fase di implementazione a livello europeo. Per il momento, il 27 marzo 2013 il Comitato dei Rappresentati Permanenti (COREPER) del Consiglio dell'Unione Europea ha approvato il pacchetto di misure che confluiranno nella Direttiva nota come CRD IV, la quarta Direttiva europea che fondamentalmente recepisce l'accordo di Basilea 3. Tale direttiva dovrà ora essere ratificata dalla maggioranza dei 27 Paesi membri. Le nuove norme, che saranno in vigore dal primo gennaio 2014, affrontano alcuni dei punti deboli delle istituzioni bancarie emersi durante la crisi, in particolare l'insufficienza del capitale, dal punto di vista sia quantitativo che qualitativo, che ha reso necessario un sostegno senza precedenti da parte delle autorità nazionali. Le disposizioni introducono requisiti prudenziali più rigorosi, imponendo alle banche di mantenere riserve di capitale e di liquidità sufficienti. Sulle innovazioni portate da Basilea 3, cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *The response to the financial crisis: report to the G20*, 19 ottobre 2010 e *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*, versione originale del 16 dicembre 2010 successivamente revisionata il 1 giugno 2011, entrambi consultabili online sul sito www.bis.org/bcbs/publications. Per quanto riguarda lo stato di attuazione delle riforme di Basilea 3 nei vari ordinamenti, Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Report to G20 Leaders on monitoring implementation of Basel III regulatory framework*, del 27 agosto 2013, consultabile sul sito www.bis.org/bcbs/publications (disponibile anche in italiano). Per un chiara esposizione degli obiettivi di Basilea 3, nonché dei punti critici del previgente sistema, cfr. SIRONI, *Le proposte di Basilea 3 per la riforma del sistema di adeguatezza patrimoniale: un'analisi critica*, in *Bancaria*, 2010, III, p. 18 ss. Per una trattazione più approfondita sulla crisi dei mercati finanziari e l'introduzione di Basilea 3 si rimanda, *infra*, Cap. VI. § 1.

³⁴ V. *infra*, Cap. VI.

Nel delineare in estrema sintesi la nuova struttura finanziaria delle società per azioni il legislatore del 2003 ha operato in una duplice direzione: da un lato, ampliando le possibilità all'interno delle fattispecie già note, ovvero quelle azionaria e obbligazionaria, e dall'altro, prevedendo nuove figure, per così dire, "ibride", lasciando ampio spazio all'autonomia statutaria. Il carattere "ibrido" o atipico di tali nuove forme di finanziamento dell'impresa deriva dalla circostanza che esse non corrispondono completamente agli schemi tipici dell'azione e dell'obbligazione, potendo mescolare alcune caratteristiche di entrambe le fattispecie. Tali strumenti lasciano quindi la possibilità di modularne di volta in volta il contenuto secondo le esigenze concrete, in modo tale che essi possano essere utilizzati - come avremo modo di approfondire nei successivi capitoli³⁵ - in operazioni economiche anche molto diverse tra loro.

2. La fattispecie azionaria a seguito della riforma. L'imperfetta correlazione tra rischio e potere

Volendo analizzare, seppur solo sommariamente, i tratti tipologici della nuova fattispecie azionaria e obbligazionaria così come riviste nell'ambito della riforma, appare evidente come sotto entrambi i versanti le innovazioni introdotte dalla novella del 2003 siano state molteplici.

Sul fronte delle azioni, l'ampliamento dei confini della fattispecie emerge in primo luogo dall'introduzione del principio di atipicità delle categorie speciali di azioni³⁶ sancito dall'art. 2348 c.c. che legittima l'autonomia privata a creare indefinite categorie di azioni e nel contempo introduce alcune categorie "tipiche" di azioni speciali, quali ad esempio le azioni postergate (art. 2348, secondo comma, c.c.), le azioni correlate o c.d. "traking stocks" (art. 2350, secondo comma c.c.), le azioni senza diritto di voto o con

³⁵ *Infra*, Cap. IV.

³⁶ La nuova formulazione dell'art. 2348, secondo comma, c.c., riconosce espressamente il principio dell'atipicità delle categorie speciali di azioni, sancendo la possibilità di elaborare nuove forme di categorie di azioni rispetto a quelle già conosciute nella pratica, sul punto, cfr., NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 624 ss.; ABRIANI, *sub art. 2348*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, cit., p. 261 ss.; GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, p. 51 ss.; TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nelle società quotate*, in *Riv. soc.* 2007, p. 965 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1292 ss.

diritto di voto limitato a particolari argomenti o con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 2351, secondo comma, c.c.).

Sotto il profilo dei diritti amministrativi spettanti agli azionisti si può sostenere che la riforma abbia in un certo senso sdoganato il principio della correlazione tra rischio e potere, liberalizzando il bilanciamento tra la componente amministrativa e la componente patrimoniale dell'azione, nel senso che alla compressione della prima non debba più necessariamente corrispondere un rafforzamento della seconda.

A ben vedere infatti il nostro ordinamento già conosceva le azioni di risparmio, introdotte con gli artt. 14 e seguenti della l. 7 giugno 1974, n. 216 e successivamente trasposte nell'art. 145 ss. del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito, "T.U.F.")³⁷. Le azioni di risparmio tuttavia sin dalla loro introduzione potevano essere emesse dalle sole società aventi azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi europei. Riassumendo i tratti essenziali dell'istituto, le azioni in parola si contraddistinguono per due fondamentali caratteristiche: da un lato possono essere emesse anche al portatore in deroga al principio generale statuito dalla l. 9 febbraio 1942, n. 96; dall'altro del non poter essere dotate del diritto di voto nell'assemblea generale, neppure in assemblea straordinaria o in particolari circostanze, rivenendosi però quale corrispettivo per la sottrazione di tali diritti, un riconoscimento di maggiori diritti sotto il profilo patrimoniale.

Le ragioni sottostanti l'inserimento di tale figura nell'ordinamento italiano possono essere rinvenute, oltre che nella necessità di finanziamento delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali, anche sul piano del mutamento della concezione di investitore e di risparmiatore. La mancanza del diritto di voto, in altre parole, non è stata avvertita come un «*vulnus* insopportabile da parte di investitori per nulla interessati alla gestione della *res socialis*»³⁸. In questo senso la posizione economica del socio azionista di risparmio è più simile a quella del creditore che non a quella degli altri soci³⁹.

³⁷ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, pubblicato in G.U. n. 71 del 26 marzo 1998 (Supplemento ordinario n. 52/L).

³⁸ Così BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, p. 8.

³⁹ In questo senso, cfr. GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate nella legge 216*, in *Riv. soc.*, 1976, p. 821; SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, p. 585.

Ma la riforma del 2003 sembra essersi spinta ancora oltre. Infatti, ai sensi dell'art. 2351 c.c., almeno per le società chiuse⁴⁰, non è più necessario che ad una totale eliminazione del diritto di voto corrisponda un privilegio dal punto di vista patrimoniale e la funzione di equilibrio tra la componente gestoria e quella economica della società viene lasciata alla libera valutazione dei soci, con un unico limite imposto dalla legge, ovvero quello che le azioni senza diritto di voto o con diritto di voto limitato non possono comunque superare complessivamente la metà del capitale sociale (art. 2351 c.c.). Tali azioni quindi appaiono sempre più simili alle c.d. "obbligazioni partecipanti" di cui all'art. 2411, 2° comma, c.c., per cui «i tempi e le entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società», e ancor di più agli strumenti finanziari per così dire "obbligazionari"⁴¹ introdotti dalla stessa riforma del 2003 di cui al terzo comma dell'art. 2411 c.c. che subordinano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società piuttosto che agli strumenti finanziari partecipativi di cui all'articolo 2346, 6° comma, c.c. ovvero strumenti «forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti». A ben vedere quindi, anticipando quello che avrò modo di approfondire nel corso di questo lavoro, le uniche vere sostanziali differenze appaiono in primo luogo il diritto al rimborso alla scadenza del prestito riconosciuto ai portatori di obbligazioni "partecipanti" o di strumenti finanziari di tipo "obbligazionario" e non agli azionisti di categoria speciale se non in sede di liquidazione della società in qualità di *residual claimant* e l'imputazione dell'apporto e la relativa rappresentazione contabile, quale frazione del capitale sociale nel caso delle azioni⁴², quale posta del patrimonio netto nel caso degli strumenti finanziari ed infine quale debito della società nel caso di obbligazioni "partecipanti" o di strumenti finanziari di tipo "obbligazionario" con le conseguenze derivanti da questa distinzione sotto il profilo patrimoniale⁴³.

⁴⁰ Si ricorda che per le società quotate l'art. 145, primo comma, T.U.F. prevede ancora che le azioni di risparmio siano "dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale".

⁴¹ Si richiama la definizione adottata da CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012.

⁴² Per l'opinione secondo cui il tratto caratterizzante della partecipazione azionaria resterebbe ormai quello dell'imputazione a capitale sociale cfr. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit. p. 60 ss.; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2005, p. 84 ss.; FERRI JR., *Fattispecie societaria*, cit., p. 86 ss.

⁴³ Mi riferisco in particolar modo al diritto patrimoniale a percepire gli utili derivanti dalla gestione dell'impresa a favore degli azionisti. Per una trattazione della rappresentazione contabile degli strumenti finanziari, si rimanda *infra*, Cap. III.

E' facile intuire come ciò si traduca in una vera e propria rivoluzione copernicana sul fronte del diritto di voto e più in generale nel principio della relazione tra rischio imprenditoriale e poteri di controllo. Sotto questo profilo, novità ancora più dirompente appare anche la circostanza che il voto non sia più prerogativa spettante esclusivamente agli azionisti: l'introduzione di strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni ma dotati di diritto di voto su determinati argomenti, seppur non nell'assemblea ordinaria, nonché la possibilità che i portatori di tali strumenti possano nominare un amministratore o un sindaco (art. 2351 5° comma), apre la possibilità che soggetti terzi rispetto all'organizzazione sociale possano votare o essere rappresentati da un consigliere o un sindaco della società. Sotto questo profilo si pone il complesso problema che concerne gli effetti sul governo dell'impresa ricollegati alla presenza di una pluralità di categorie di soci e alla possibilità che alcune cariche sociali possano essere assegnate anche da non soci. In questo scenario il riferimento è senz'altro al potenziale conflitto di interessi tra classi di azionisti e al significato di interesse sociale, ricordato nelle pagine iniziali di questo capitolo avente ad oggetto i diritti amministrativi attribuiti ai portatori di strumenti finanziari partecipativi⁴⁴.

Nell'ambito della fattispecie azionaria le novità si rilevano di notevole spessore anche per quel che concerne i diritti patrimoniali spettanti al socio: mi riferisco ad esempio alla possibilità concessa dall'art. 2350, 2° comma, c.c., di emettere azioni correlate o quella di cui all'articolo 2348, 2° comma, c.c. di emettere azioni con diversa incidenza nelle perdite, nonché quella, assai dirompente, di assegnare azioni in misura non proporzionale alla quota di capitale sociale sottoscritta dal singolo socio (art. 2346, 4° comma, c.c.). Tuttavia anche in questo senso la libertà di creare categorie di azioni "atipiche" è calmierata da determinati limiti imposti dal legislatore, oltre i quali l'autonomia statutaria non può spingersi. A questo proposito occorre ricordare che la norma di cui all'art. 2348 c.c. precisa che la libertà statutaria deve comunque svolgersi «nel rispetto dei limiti imposti dalla legge» i quali sono certamente ravvisabili – senza alcuna pretesa di esaustività nel trattare un'area tematica così complessa - nel divieto di voto plurimo, ai sensi dell'articolo 2351, 4° comma, c.c., e nel perdurante obbligo (già ricordato) di far sì che almeno la metà del capitale sociale sia rappresentato da azioni a voto pieno, ai sensi dell'art. 2351, 2° comma, c.c.

⁴⁴ Sull'argomento si rimanda, *infra*, Cap. IV.

Di più incerta definizione appare il perimetro segnato dai limiti impliciti ricostruibili dal sistema, quali ad esempio, l'applicazione generale del divieto di patto leonino (art. 2265 c.c.) che impedirebbe la creazione di categorie speciali di azioni caratterizzate dall'esclusione dalla partecipazione alle perdite⁴⁵. In questo senso ritengo che la disapplicazione del patto leonino escluderebbe la partecipazione al rischio di impresa del socio, accomunandolo così all'obbligazionista il quale risente invece esclusivamente della remunerazione del proprio investimento. Questo argomento, come vedremo, si rivelerà cruciale nella distinzione tra strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, di cui tratterò approfonditamente nel prosieguo di questo lavoro⁴⁶.

Da un esame seppur sommario di tali novità si evince come sia difficile inquadrare negli schemi tradizionali la fattispecie azionaria data l'ampia flessibilità che lo strumento ha assunto a seguito della riforma. Ci troviamo quindi ad esaminare non più l'azione quale fattispecie unitaria ma una pluralità di categorie di azioni⁴⁷, ciascuna con elementi caratterizzanti diversi e tutte accomunate principalmente dalla circostanza di rappresentare frazioni del capitale sociale. La disciplina del capitale influisce quindi in misura rilevante nell'identificazione della fattispecie azionaria e conseguentemente nella delimitazione dei confini rispetto ad altri strumenti finanziari atipici introdotti dalla riforma. Anche su questo aspetto avrò modo di tornare in seguito⁴⁸.

3. La fattispecie obbligazionaria a seguito della riforma. Il finanziamento partecipativo

Se come detto appare sempre più difficile disegnare il perimetro dello schema tipico dell'azione, allo stesso tempo sembra sempre più labile il confine della fattispecie

⁴⁵ Sull'argomento cfr. ABRIANI, *sub art. 2348 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, cit. p. 267 e ID., *Il divieto del patto leonino*, Milano 1994, p. 69 ss.

⁴⁶ Vedi, *infra*, Cap. IV, § 6.

⁴⁷ In questo cfr. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 599 ss., in cui sostiene che non sia più necessaria la presenza di una categoria di azioni "ordinaria" poiché, sostiene l'A., «essa rappresenta il frutto di una scelta rimessa – anch'essa – all'autonomia statutaria e dipende dalla circostanza (non necessaria) che una delle categorie di azioni non abbia variante alcuna rispetto a quanto derivante dalla disciplina suppletiva e derogabile del tipo società per azioni».

⁴⁸ Sul punto si rimanda, *infra*, Cap. II.

obbligazionaria. L'intervento della riforma, infatti, è stato altrettanto significativo per quanto riguarda la disciplina delle obbligazioni.

Certamente le obbligazioni sembrano ancora oggi essere accomunate dal fatto di rappresentare frazioni di uguale valore nominale di un'operazione unitaria di finanziamento a titolo di mutuo i cui diritti sono incorporati in titoli di credito nominativi o al portatore, ma allo stesso tempo sono state codificate ipotesi in cui la natura di finanziamento appare meno chiara e sono state introdotte fattispecie in cui sembra poter venire meno la natura della serialità, avvicinando così tali strumenti a quelli di partecipazione al capitale di rischio.

Innanzitutto, in luogo del silenzio del codice civile del 1942, che disciplinava, ma non definiva, la fattispecie obbligazionaria, la novella del 2003 codifica alcuni modelli obbligazionari e introduce gli strumenti finanziari c.d. "obbligazionari".

In particolare la riforma ha apportato alcune importanti modifiche alla normativa di riferimento sia in relazione all'organo competente all'emissione sia per quanto riguarda i limiti quantitativi previsti per l'emissione di obbligazioni, sempre nell'ottica di rafforzare la capacità delle società di raccogliere mezzi finanziari sul mercato di capitali. Per ciò che concerne l'organo competente all'emissione, la competenza passa dall'assemblea straordinaria agli amministratori⁴⁹, a meno che la legge o lo statuto non dispongano diversamente (art. 2410 c.c.), mentre resta all'assemblea la competenza ad emettere obbligazioni convertibili, salva facoltà di delega all'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2420-ter c.c.

Per quanto riguarda i limiti quantitativi all'emissione la riforma ha sostituito al limite del capitale sociale versato il più ampio limite dato dal doppio della somma del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili⁵⁰.

Infine è stato ampliato il ventaglio di possibili strumenti per la raccolta di capitali, prevedendo la possibilità di emettere obbligazioni subordinate, ai sensi delle quali «il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale e agli interessi può essere, in

⁴⁹ Il riferimento va inteso al consiglio di amministrazione nei modelli tradizionale e monistico e al consiglio di gestione nel modello dualistico. Per una trattazione dell'argomento, cfr. tra tutti, GIANNELLI, in *sub. art. 2410 c.c., Obbligazioni. Bilancio*, a cura di NOTARI-BIANCHI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, Milano, 2006, p. 18 ss.; PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA e PORTALE, I, Torino, 2006, p. 765 ss., ID., *I titoli obbligazionari tra riforma del diritto societario e riforma del diritto concorsuale*, Torino, 2010, p. 6; AUDINO, *sub. artt. 2410-2414-bis*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico*, a cura di MAFFEI ALBERTI, II, Padova, 2005.

⁵⁰ Sulla *ratio* di tale norma si rimanda, *infra*, Cap. V, §3.

tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società» (art. 2411, 1° comma, c.c.), nonché obbligazioni a rendimento variabile, per cui «i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società» (art. 2411, secondo comma, c.c.). È stato osservato, come si avrà modo di approfondire successivamente⁵¹, che queste due disposizioni più che un catalogo chiuso di possibili modelli appaiono la sintesi normativa delle fattispecie obbligazionarie più diffuse nella moderna realtà economica.

Riprova di questa conclusione è la considerazione che il legislatore non si è preoccupato di fornire una definizione dell'obbligazione di tipo – per così dire – “ordinario”. Le norme in questione pertanto sembrano offrire un quadro riassuntivo piuttosto che introdurre modelli tassativi, lasciando così, anche in questo caso, ampio spazio all'autonomia statutaria⁵².

Il legislatore della riforma sembra essersi mosso nell'ambito di un graduale processo, che ha trovato terreno fertile inizialmente nel settore bancario e dell'intermediazione finanziaria, fino ad abbracciare progressivamente anche il diritto societario. Infatti, già molto prima della riforma del diritto societario, la prassi registrava l'utilizzo di forme di finanziamento di tipo obbligazionario, in cui la componente di partecipazione al rischio di impresa era molto accentuata. Mi riferisco in particolare ai prestiti subordinati, ai prestiti “irredimibili” o rimborsabili solo previa autorizzazione di Banca d'Italia di cui all'art. 12 del T.U.B.⁵³, i quali sono computati nel calcolo del “patrimonio di vigilanza”⁵⁴ e, specificatamente, ai sensi delle «Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche emanate da Banca d'Italia»⁵⁵, potranno rappresentare

⁵¹ V. *infra*, Cap. V, § 2.

⁵² Tale considerazione in realtà dovrà essere parzialmente rivista alla luce delle recenti riforme introdotte dal Decreto Sviluppo in tema di obbligazioni c.d. “partecipative”, come avremo modo di esaminare nei successivi capitoli. V., *infra*, Cap. VI.

⁵³ L'art. 12, 7° comma, del T.U.B. prevede che «La Banca d'Italia disciplina le emissioni da parte delle banche di prestiti subordinati, irredimibili ovvero rimborsabili previa autorizzazione della medesima Banca d'Italia. Tali emissioni possono avvenire anche sotto forma di obbligazioni o di titoli di deposito».

⁵⁴ Il patrimonio di vigilanza delle banche, il quale rappresenta il principale aggregato rilevante ai fini dell'applicazione degli strumenti di controllo prudenziale, è costituito dal “patrimonio di base” aumentato dal “patrimonio supplementare”.

⁵⁵ Tali disposizioni sono entrate in vigore nel 1 gennaio 2007 mediante la delibera Cibr del 27 dicembre 2006, n. 263, ed hanno sostituito le Istruzioni di vigilanza per le Banche del 1999, in ossequio a quanto previsto dall'art. 53, 1° comma, del T.U.B. al fine di allineare la regolamentazione prudenziale domestica alle indicazioni contenute nell'Accordo di Basilea 2 (sul punto v., *infra*, nota 34). Le Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche hanno poi subito numerosi aggiornamenti al fine di riflettere le modifiche introdotte a livello europeo relativamente all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo

“strumenti innovativi e non innovativi di capitale»⁵⁶ (computabili in parte sia nel “patrimonio di base” che nel “patrimonio supplementare”) ovvero strumenti tradizionalmente identificati come “ibridi di patrimonializzazione”⁵⁷ (computabili nel “patrimonio supplementare”).

In tali prestiti le clausole di subordinazione potranno assumere diverse gradazioni, potranno essere parziali o assolute come nel caso dei prestiti irredimibili, a seconda che il diritto dei sottoscrittori alla restituzione del capitale versato sia postergato solamente rispetto a parte dei creditori sociali, piuttosto che a tutti, oppure sia ammissibile solo in caso di liquidazione della società o previa autorizzazione della Banca d'Italia. Tali caratteristiche, pur comportando forme di soggezione al rischio di impresa, sono considerate comunque compatibili con la fattispecie obbligazionaria, in quanto prevedono il rimborso dell'apporto e, pertanto, pur facendo parte del patrimonio di vigilanza, sono considerati sempre debiti della banca⁵⁸. Nonostante questi strumenti siano considerati prestiti dal punto di vista contabile e quindi collocati tra le poste passive del bilancio, tali forme di finanziamento – benché svincolate dalla

esercizio e all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, apportate, tra l'altro, dalla direttiva 2009/111/CE, attuata con d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 239 nonché da ultimo con i recenti aggiornamenti che anticipano i contenuti della direttiva comunitaria c.d. CRD IV (sul punto v., *infra*, nota 34). In particolare gli ultimi aggiornamenti risalgono al 23 aprile 2013 (14° aggiornamento) - apportante modifiche alla disciplina sul patrimonio di vigilanza (Tit. I, cap. 2) e l'inserimento di un nuovo capitolo in materia di autorizzazione all'attività bancaria (Tit. 1, cap. 3) – e al 2 luglio 2013 (15° aggiornamento), il quale ha previsto l'inserimento di tre nuovi capitoli in materia di sistema dei controlli interni (Tit. V, cap. 7), sistema informativo (Tit. V, cap.8) e continuità operativa (Tit. V, cap. 9). Le più recenti modifiche sono entrate in vigore il 3 luglio 2013 e saranno efficaci a partire dal 1 luglio 2014.

⁵⁶ Tali strumenti sono previsti dal Titolo I, Capitolo 2, Sezione II, paragrafo 4, delle Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche emanate da Banca d'Italia.

⁵⁷ Titolo I, Capitolo 2, Sezione II, paragrafo 5, delle Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche emanate da Banca d'Italia. In particolare tale articolo prevede che tra le componenti del patrimonio supplementare possono essere ricompresi — per l'ammontare massimo delle somme effettivamente ricevute dalla banca emittente — i seguenti elementi: (i) gli strumenti ibridi di patrimonializzazione, quali le passività irredimibili (in tal caso, viene specificato che non è ostativa al rispetto del presente requisito la previsione di una scadenza degli strumenti ibridi di patrimonializzazione coincidente con la durata della società prevista nell'atto costitutivo e/o nello statuto) e altri strumenti rimborsabili su richiesta dell'emittente con il preventivo consenso della Banca d'Italia; (ii) le passività subordinate. Sull'argomento, v., MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 437. Con tale locuzione l'A. indica un'ampia tipologia di strumenti finanziari che, seppur diversamente denominati, si prestano, in virtù delle loro caratteristiche, ad essere ricondotti sia nel capitale di rischio che nel capitale di debito, e ad essere per questo computati nel c.d. patrimonio di vigilanza, in particolare in quello supplementare.

⁵⁸ Cfr., CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO-PORTALE, V, Torino, 1988, p. 428 ss., ID., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, p. 356 ss.; PORTALE, *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio (Ricordo di G.F. Campobasso)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 424 ss.; ID., *Prestiti subordinati e prestiti irredimibili (appunti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 1 ss.; GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II, p. 239 ss.

partecipazione sociale e dall'attribuzione di diritti amministrativi – possono essere in qualche modo assimilati al capitale proprio in quanto destinati a sopportare il rischio di impresa in modo simile agli azionisti⁵⁹.

In particolare i prestiti irredimibili trovano le loro radici dalla prassi anglosassone (i c.d. *perpetual notes*)⁶⁰ pur prevedendo una remunerazione periodica degli interessi, il diritto degli investitori al rimborso del capitale non è esigibile sino alla scadenza della società emittente o della sua liquidazione (volontaria o coatta) se anteriore. Inoltre, come già anticipato, in sede di liquidazione il capitale verrà rimborsato solo dopo che siano stati soddisfatti tutti degli altri creditori sociali, per effetto di una clausola di subordinazione assoluta. In virtù di tale postergazione i prestiti irredimibili vengono spesso ricompresi nella dottrina nel più ampio *genus* dei prestiti subordinati⁶¹. In verità i prestiti irredimibili si differenziano sostanzialmente da quelli subordinati per il fatto di essere privi di un termine di rimborso a favore degli investitori⁶².

E' inevitabile rintracciare delle analogie tra i prestiti irredimibili, da un lato, e le obbligazioni e gli «strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società» di cui art. 2411, terzo comma, c.c.⁶³, dall'altro.

La principale differenza tra gli strumenti finanziari obbligazionari e le obbligazioni partecipative di cui al secondo comma dell'art. 2411 c.c., risiede nella circostanza che

⁵⁹ Per un inquadramento dogmatico dei prestiti irredimibili, cfr., MARCHETTI, *Le obbligazioni nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, p. 448 ss.; PORTALE, *Prestiti subordinati*, cit., p. 7 ss.; ID., *Finanziamento dell'impresa bancaria*, cit., p. 424 ss.; per il quale la tipologia di tali prestiti non è riconducibile al contratto di mutuo, mancando del tutto il requisito della restituzione certa ma al prestito "a tutto rischio" nel quale la remunerazione è fissa ma la restituzione del capitale è aleatoria, nel senso che potrebbe venire intaccata dalla perdite. Per uno studio sull'utilizzo di tale tipologia di prestiti e sulla loro compatibilità nel patrimonio supplementare BONFATTI, *Strumenti "ibridi" di patrimonializzazione, prestiti subordinati e crisi dell'impresa bancaria*, in AA. VV., *L'innovazione finanziaria*, Milano, 2003, p. 307 ss.

⁶⁰ Per un approfondimento sui *perpetual notes*, si veda LAMANDINI, *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I p. 606 ss.; ROSSI, *Un nuovo tipo di titoli di credito irredimibili: i c.d. "perpetuals"*, in *Quadrimestre*, 1990, p. 297 ss.

⁶¹ Si veda per tutti, GALLETTI, *"Elasticità" della fattispecie obbligazionaria*, cit., p. 261, che qualifica i prestiti irredimibili come «una sottospecie delle passività subordinate, purtuttavia contraddistinta da elementi tipologici specializzanti».

⁶² In questo senso, cfr. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013, p. 110. L'Autore chiarisce che «Nelle obbligazioni subordinate con clausole di subordinazione assoluta, quest'ultima rimane per così dire "dormiente" sino al verificarsi dell'evento patologico [...], l'accordo di subordinazione è sì previsto ab origine ma il suo effetto operativo è solo eventuale».

⁶³ Non a caso gli strumenti irredimibili, ancorché non menzionati in modo esplicito, vengono ricondotti dalla dottrina nell'ambito di applicazione del terzo comma dell'art. 2411 c.c., in questo senso v. per tutti, GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 110 ss. e nota 29.

nel caso di obbligazioni “partecipative” il coinvolgimento dell’obbligazionista all’andamento economico della società riguarda esclusivamente il pagamento degli interessi, mentre nel caso degli strumenti finanziari obbligazionari si spinge fino al rimborso del capitale. Al riguardo è stato quindi rilevato che tali strumenti sottopongono il portatore ad un rischio di livello tale da far fuoriuscire la fattispecie dall’area tipologica “classica” delle obbligazioni⁶⁴. Su questo aspetto torneremo più avanti nel corso di questo lavoro⁶⁵.

Dal quadro sinora delineato risulta evidente che il ventaglio di soluzioni lasciate all’autonomia privata, di cui si era già discusso in campo azionario, trova una sua prosecuzione in termini obbligazionari: si potrebbe quindi tracciare una sorta di linea immaginaria ininterrotta alla cui estremità si trovano le fattispecie “estreme” dell’azione e dell’obbligazione e nel mezzo svariate gradazioni dell’una e dell’altra fattispecie, in una sorta di *unicum* senza soluzione di continuità.

Infatti se si confrontano i diritti spettanti ad un socio titolare di azioni senza diritto di voto, con quelli del sottoscrittore di obbligazioni convertibili, con interessi parametrati all’andamento della società e con il rimborso finale postergato alla soddisfazione di altri creditori o addirittura con il portatore di uno strumento finanziario obbligazionario o con un titolo irredimibile⁶⁶, si può osservare come essi siano davvero sempre più assimilabili. Ancora una volta, il solo tratto veramente distintivo appare essere rappresentato dalla qualificazione dell’apporto del socio come conferimento – e quindi la sua imputazione formale a capitale sociale – e l’apposizione dell’apporto dell’obbligazionista, seppur irredimibile, o del portatore di strumenti finanziari obbligazionari nel novero dei debiti della società⁶⁷.

L’esame delle novità introdotte dalla riforma fin qui esaminate, in tema di azioni e di obbligazioni, conferma, quindi, il fine perseguito dal legislatore del 2003 e anticipato nelle pagine iniziali di questo lavoro⁶⁸, ovvero quello di ampliare il novero dei canali di

⁶⁴ Cfr. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, cit. p. 442 ss.; SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, III, p. 290 ss.

⁶⁵ Per una più approfondita trattazione si rimanda al Cap. 1 § 5.

⁶⁶ Possibilità ora ammessa dalla riforma non solo più per istituti di credito. Per uno studio di questa figura, ampiamente nota nei mercati internazionali, cfr. LAMANDINI, “*Perpetual notes*” e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, I, p. 606 ss.; ID., *Struttura finanziaria*, cit., p. 83 ss.

⁶⁷ Cfr. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria*, cit. p. 45.

⁶⁸ V., *supra*, Cap. I, §1.

finanziamento della società per azioni nella sua nuova veste finanziaria, quale modalità di reperimento dei fondi necessari allo sviluppo del proprio oggetto sociale.

4. Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi. *Rinvio.*

Come anticipato nel corso delle precedenti pagine, una delle novità più dirompendi della riforma del 2003 è costituita proprio dalla previsione, accanto alle svariate geometrie dei titoli di natura azionaria e obbligazionaria, di strumenti finanziari partecipativi di cui agli artt. 2346, ultimo comma, c.c., 2349, secondo comma, c.c., 2351, quinto comma, c.c.; strumenti finanziari per la partecipazione ad uno specifico affare nei patrimoni destinati di cui agli artt. 2447-*ter*, lett. e), 2447-*sexies* e 2447-*octies*; strumenti finanziari “comunque denominati” indicati nell’art. 2411, ultimo comma, c.c., e quelli previsti per le società cooperative ai sensi dell’art. 2526 c.c.

Il seguito della presente trattazione avrà quindi ad oggetto, tra l’altro, l’analisi degli strumenti finanziari introdotti dal codice nel tentativo di ricostruirne un inquadramento sistematico anche all’interno della tradizionale dicotomia azione-obbligazione che, come abbiamo visto, a seguito della riforma ha assunto contorni sempre più incerti. Inoltre, la ricostruzione sistematica di questi strumenti non avrà conseguenze puramente dottrinali ma, come vedremo, avrà importanti ricadute in tema di disciplina applicabile. Le difficoltà legate all’individuazione della natura giuridica di tali strumenti sono notevoli; questo argomento è infatti tuttora al centro di un interessante dibattito tra molti studiosi della materia a causa delle pochissime norme dettate dal codice in materia e della frammentarietà delle stesse⁶⁹.

L’introduzione di tali strumenti sembra essere stata adottata dal legislatore della riforma con il precipuo intento di colmare le lacune, laddove ancora esistenti, che separavano le azioni dalle obbligazioni, in quella sorta di linea continua ricordata in precedenza. Da qui si potrebbe pensare agli strumenti finanziari come “*tertium genus*” tra l’azione e l’obbligazione in una categoria unitaria a sé stante. Tuttavia, anticipando quello che avrò modo di sviluppare nelle prossime pagine, la ricostruzione unitaria di tali strumenti

⁶⁹ Sul tema, v. *infra*, Cap. IV, §2.

non è sempre agevole e, a mio avviso, non può ritenersi completamente corretta, date le conseguenze sul piano di disciplina applicabile che da essa deriverebbero.

Partendo dal dato letterale il nostro codice civile non prevede una definizione unitaria di strumenti finanziari, anzi, non prevede una definizione *tout court*. Tale espressione era però già conosciuta nel nostro ordinamento prima della riforma del 2003 e, in particolare, sia nel T.U.F.⁷⁰ che nel testo unico bancario (d.lgs. 1 settembre 1993 n. 385, di seguito T.U.B.). Questa circostanza costringe l'interprete ad operare un raffronto con la nozione di strumento finanziario che si ricava dal diritto delle banche e dei mercati finanziari, la quale ha subito importanti modifiche a seguito del recepimento in Italia della Direttiva 2004/39, nota come direttiva MIFID, mediante il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164.

In primo luogo credo sia opportuno comprendere se, con l'espressione "strumento finanziario", il legislatore abbia voluto intendere una categoria omnicomprensiva, oppure se la nozione sia destinata ad assumere profili e caratteristiche diverse a seconda che essa sia utilizzata all'interno del codice civile, e in particolare in relazione al diritto societario, ovvero nell'ambito del diritto bancario e dei mercati finanziari.

L'espressione "strumento finanziario" viene utilizzata per la prima volta nel nostro ordinamento nel d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, con il quale fu recepita in Italia la direttiva 93/22/CEE (c.d. prima direttiva sui servizi di investimento) e venne poi traslata, senza particolari modifiche, nell'art. 1, comma 2, T.U.F. Ai sensi dell'attuale versione dell'art. 1, comma 2, del T.U.F. per "strumenti finanziari" si intendono i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario, le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio e i contratti derivati, inclusi in un elenco tassativo di fattispecie. A propria volta la definizione di valore mobiliare di cui all'art. 1-bis del T.U.F. comprende un catalogo aperto di categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: (i) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; (ii) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; (iii) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; (iv) qualsiasi altro titolo che comporti un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle

⁷⁰ V., art. 1, secondo comma, T.U.F.

precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure³⁰.

La nozione di strumento finanziario in questione, quindi, non contiene più espresso riferimento “agli strumenti finanziari previsti nel codice civile” diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, di cui alla lettera b)-*bis* dell’art. 1, comma 2, del T.U.F. nella versione precedente alle modifiche introdotte dal d.lgs. 164/2007.

La previgente nozione aveva avuto un impatto notevole sulla sistematica generale di tali strumenti, dando fondamento all’esistenza della teoria di un’unica categoria di strumenti finanziari, ai quali sarebbe da riconoscersi un’alterità sostanziale e formale sia rispetto alle azioni che alle obbligazioni. Ferma restando la successiva modifica normativa, le conseguenze di una siffatta ricostruzione non da considerarsi completamente condivisibili dal momento che verrebbero ricondotti alla stessa fattispecie strumenti molto diversi tra loro, quali, ad esempio, quelli emessi ai sensi dell’art. 2346, ultimo comma c.c. e quelli di cui all’art. 2447-*ter* lettera e) c.c. Inoltre potrebbero restare esclusi dall’alveo di questa nuova categoria - di cui all’art. 1, lettera b)-*bis*, del T.U.F. nella precedente versione - gli strumenti “comunque denominati” ex art. 2411, ultimo comma, c.c., essendo invece essi assimilabili, in virtù del loro *nomen iuris*, ai titoli di debito. D’altro canto si potrebbe sostenere che anche ai titoli azionari si possa riconoscere la qualifica di strumenti finanziari partecipativi e che le obbligazioni, in senso generico, possano essere considerate strumenti finanziari ai sensi del codice civile⁷¹. Questo dibattito ha comunque cessato di assumere significato dal momento in cui l’attuale formulazione dell’art. 1 del T.U.F. – modificata a seguito del d.lgs. 164/2007 – non prevede più l’espressione “strumenti finanziari previsti nel codice civile”, forse proprio a causa delle ambiguità che essa poteva comportare. Al contempo la versione vigente comprende però i “titoli equivalenti ad azioni” e “altri titoli di debito”, all’interno dei quali possono senz’altro trovare spazio alcuni degli strumenti finanziari conosciuti dal codice civile, laddove negoziati sui mercati regolamentati.

Una caratteristica di questi strumenti – al pari della nozione di valori mobiliari ai sensi dell’art. 1, comma 1-bis, del T.U.F. – è, infatti, la loro quantomeno astratta possibilità ad essere negoziati sul mercato di capitali⁷². Tale requisito sembra permanere anche a seguito delle modifiche apportate alla nozione di strumento finanziario nell’ambito del

⁷¹ Sul punto, v., BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria*, cit., p. 86.

⁷² Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Sesta edizione, 2012 p. 71.

recepimento della MIFID. In questo senso le azioni, le obbligazioni ed i titoli ad esse assimilabili sono qualificati come “valori mobiliari” e conseguentemente come “strumenti finanziari” nella misura in cui possono essere negoziati sul mercato di capitali⁷³. Tale requisito non si rivela invece essenziale negli strumenti finanziari del codice civile, in particolar modo per quelli emessi ai sensi dell’art. 2346, ult. comma, c.c. Per questi strumenti, come si vedrà nel prosieguo, la loro negoziabilità costituisce un elemento meramente eventuale e non necessario⁷⁴.

Ne consegue, quindi, che la nozione di “strumento finanziario” ai sensi del T.U.F., se da un lato comprende un catalogo di strumenti molto più ampio di quelli previsti ai sensi del codice civile (tra cui i contratti derivati) dall’altro non prevede tutti gli strumenti finanziari emettibili da parte delle società per azioni ai sensi del codice civile ma solamente quelli dotati del requisito della negoziabilità⁷⁵.

In particolare occorre rilevare che se è vero che, quantomeno astrattamente, sia le azioni che le obbligazioni sono titoli negoziabili e assoggettabili a quotazione, lo stesso non può dirsi per tutti gli strumenti finanziari partecipativi, la cui concreta regolamentazione è rimessa all’autonomia statutaria. La medesima società potrà quindi decidere di emettere sia strumenti finanziari partecipativi seriali, assoggettati al regime di circolazione dei titoli di credito, sia strumenti finanziari partecipativi non negoziabili, per cui solamente i primi, seppur dotati di particolari diritti che li rendono “partecipativi”, saranno soggetti alla disciplina del T.U.F. In definitiva, quindi, non è possibile trovare una univoca identità tra gli strumenti finanziari definiti ai sensi del T.U.F. e quelli previsti dal codice civile: occorrerà pertanto esaminarne le caratteristiche caso per caso al fine di verificare se si dovrà applicare la disciplina speciale prevista dal T.U.F. o quella generale del codice civile.

⁷³ Si veda in questo senso Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit. L’A. rileva che « Il tratto comune a tutte le tipologie di cui sopra può comunque essere individuato, come già nella disciplina antecedente al recepimento della MIFID, nella idoneità dello strumento a formare oggetto di “negoziazione” sul mercato dei capitali. [...] Ne deriva così che un titolo che non sia negoziabile sul mercato dei capitali – pur potendo rientrare in altre categorie (titolo di credito, di massa, prodotto finanziario etc.) – non sarà uno strumento finanziario », p. 82. In questo senso, cfr. anche Niutta, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel T.u.f. aggiornato in base alla MIFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. dir. Comm.*, n. 1, 2009, p. 276 ss.

⁷⁴ In particolare, l’ultima parte dell’art. 2346, ultimo comma, c.c. prevede che lo statuto possa disciplinare “l’eventuale legge di circolazione”.

⁷⁵ In questo senso, cfr. NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società. Azioni*, a cura di MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Milano, 2008, p. 71.

Per quanto riguarda l'utilizzo dell'espressione "strumenti finanziari" all'interno del T.U.B., si può ricordare, ad esempio, l'art. 11, quarto comma, lettera c), il quale chiarisce che il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica alle società non solo per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile tramite obbligazioni o altri titoli di debito, ma anche per quella operata mediante strumenti finanziari. Nella norma richiamata naturalmente sarà necessario che si tratti di strumenti per i quali sia previsto un obbligo di rimborso, a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi. Saranno pertanto esclusi dalla norma appena citata gli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., mentre potranno essere inclusi gli strumenti previsti dall'art. 2411, ultimo comma, c.c. poiché seppur condizionato ed incerto nel *quantum*, un diritto al rimborso è comunque ravvisabile.

Infine nell'esaminare l'impiego dell'espressione "strumenti finanziari" nel nostro ordinamento, è interessante notare come tale nozione sia utilizzata anche nelle Istruzioni di vigilanza prudenziale per le banche⁷⁶ seppur dopo l'entrata in vigore della novella del diritto societario. In particolare, ai sensi del Titolo V, capitolo 4°, «costituiscono altresì partecipazione, in presenza di un legame durevole: (a) il possesso di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, emessi da una società a fronte di apporti non imputati a capitale che, senza dar luogo a un diritto al rimborso, danno diritto a una quota degli utili dell'attività ovvero a una quota del patrimonio netto risultante dalla liquidazione dei beni dell'impresa o del patrimonio destinato a uno specifico affare». Sull'esame di questa disposizione e sulle conseguenze sul piano sistematico che da questa si possono desumere, ritorneremo successivamente⁷⁷.

A questo punto appare opportuno ricordare – per il momento solo sommariamente – le norme del codice che contemplano tali strumenti.

⁷⁶ Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, aggiornata da ultimo il 2 luglio 2013.

⁷⁷ La disposizione prosegue prevedendo inoltre «(b) la stipula di contratti derivati o il possesso di strumenti finanziari che, attribuendo diritti su azioni o su altre forme di *equity* di cui al precedente punto a., comportino per la banca o il gruppo bancario l'impegno incondizionato ad acquistare una partecipazione oppure consentano, se esercitati o convertiti, di esercitare il controllo o un'influenza notevole su un'impresa, tenendo conto degli altri possessi, diritti e di ogni altra circostanza rilevante; e (c) la stipula di contratti derivati o il possesso di strumenti finanziari che, realizzando la dissociazione tra titolarità formale e proprietà sostanziale di azioni o quote di capitale, comportino per la banca o per il gruppo bancario l'assunzione del rischio economico proprio di una interessenza partecipativa. Non si considerano partecipazione le azioni o quote di capitale di cui una banca, per effetto dei medesimi contratti, abbia acquisito la titolarità senza assumere il relativo rischio economico o i cui diritti di voto possano essere esercitati, a propria discrezione, dalla controparte». V., *infra*, Cap. IV.

Innanzitutto è bene tener conto del percorso seguito dal legislatore nell'introduzione di tali strumenti, percorso non rigidamente segnato dalla legge delega (l. 3 ottobre 2001, n. 366). Il delegante imponeva di «dettare una disciplina dei conferimenti tali da consentire l'acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'impresa sociale» a condizione che fosse garantita l'effettiva formazione del capitale sociale (art. 4, 5° comma, lettera a)) nonché di «prevedere, al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali e salve in ogni caso le riserve di attività previste dalle leggi vigenti, la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi» (art. 4, 6° comma, lettera c)). Lo schema del decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri nella seduta del 30 settembre 2012, presenta, rispetto alle precedenti bozze dell'articolato, importanti novità scaturite da una mediazione – forse non sempre felice – tra gli opposti orientamenti emersi nel corso delle riunioni plenarie della Commissione di riforma.

In sintesi si può sostenere che il legislatore delegante avesse ipotizzato due categorie di strumenti finanziari, quelli partecipativi e quelli non partecipativi, dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi, ma il legislatore delegato è intervenuto al riguardo in modo forse più velato di quanto originariamente sperato.

In primo luogo, occorre notare che la sezione V del Titolo V, Capo V, del codice civile è intitolata “Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi”. All'interno di questa sezione troviamo anzitutto l'art. 2346, il quale al sesto comma prevede «la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione».

Inoltre, sempre nella stessa sezione inoltre l'art. 2349, secondo comma, c.c., introduce la possibilità di assegnazione, ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate, di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti.

Ancora, nella medesima sezione, l'art. 2351, quinto comma, specifica che gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono

essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. In relazione al diritto di voto, è inoltre previsto dall'art. 2376 c.c. che, laddove siano state emesse categorie di strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti degli stessi – al pari di quanto previsto per le categorie di azioni - devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata.

Ulteriori norme in tema di strumenti finanziari si ritrovano nell'ambito della regolamentazione in tema di patrimoni destinati ed in particolare agli artt. 2447-*ter*, lett. e), 2447-*sexies* e 2447-*octies*.

Invece, come già anticipato nel precedente paragrafo, l'articolo 2411, ultimo comma, nella sezione inerente la disciplina delle obbligazioni, prevede l'emissione di strumenti "comunque denominati" che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società.

Infine, l'art. 2526 c.c. disciplina l'emissione di strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali o anche amministrativi da parte delle società cooperative.

Da questa prima sommaria descrizione dei richiami operati alla nozione di "strumenti finanziari" all'interno del nostro ordinamento è agevole constatare quanto non sia facile ricostruire una categoria unitaria di tali strumenti, e che, al contempo, non è neppure prevista una disciplina che ne costituisca l'archetipo base applicabile a tutte le fattispecie.

Le norme sopra richiamate saranno oggetto di specifico approfondimento nei successivi capitoli, ma prima di passare a tale analisi sembra quantomeno opportuno provare a volgere uno sguardo comparatistico d'insieme, al fine di verificare se altri ordinamenti conoscono strumenti simili e se il nostro legislatore si sia ispirato alla disciplina già prevista in altri Paesi in tema di strumenti ibridi.

5. Uno sguardo comparatistico: gli strumenti ibridi di finanziamento nell'esperienza continentale, inglese e statunitense.

Come detto, prima di passare all'esame della normativa introdotta dalla riforma in tema di strumenti finanziari nel tentativo di operarne una ricostruzione a livello sistematico, non si può prescindere da un raffronto con gli ordinamenti dei paesi di *common law* e dell'Europa continentale che già conoscono ed utilizzano strumenti "ibridi" di finanziamento.

Partendo dall'esame degli ordinamenti dell'Europa continentale – più vicini al nostro non solo in termini geografici – si può osservare come molti di essi conoscano già da tempo strumenti "ibridi" di finanziamento.

In Francia, ad esempio, esistono i c.d. *titres participatifs* e gli altri *valeurs mobilières composées* quali strumenti in cui il titolare partecipa al rischio di impresa della società finanziata.

I *titres participatifs* sono stati introdotti dalla l. 1 gennaio 1983 e sono disciplinati dagli artt. 228-236 e 228-237 del *Code de Commerce*. Questi strumenti sono rappresentati da titoli cartolari che possono essere emessi solo da società operanti nel settore pubblico o da società cooperative in forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata, ma la loro emissione non è subordinata ad una apposita previsione dell'atto costitutivo o dello statuto. Tali titoli prevedono, sotto il profilo patrimoniale, una partecipazione agli utili della società pur non essendo soci. Il rimborso di tali strumenti potrà avvenire solamente in sede di liquidazione dopo il pagamento di tutti gli altri creditori ovvero per scelta della società, allo scadere di un periodo di tempo contrattualmente previsto, che non potrà essere inferiore a sette anni dalla data di emissione. Sotto il profilo dei diritti amministrativi, i titolari di tali strumenti sono coinvolti per tutte le decisioni lesive – direttamente o indirettamente - dei diritti di categoria, quali, ad esempio, la trasformazione della società e la modifica dell'oggetto sociale. L'ordinamento francese – al pari di quello italiano – non prevede che l'esercizio di tali diritti amministrativi avvenga nell'assemblea generale dei soci, ma in un'apposita assemblea speciale, la quale dispone di un vero e proprio diritto di veto su alcune deliberazioni dell'assemblea generale.

Nonostante i tentativi di assimilarli a titoli di capitale, essi sembrano essere considerati titoli di prestito⁷⁸.

I *valeurs mobilières composées* o *titres composés* sono un'ampia categoria di valori mobiliari che consentono l'accesso al capitale sociale della società finanziata oppure danno diritto all'attribuzione di titoli di credito. Il primo sottogruppo è disciplinato dagli artt. 228-98/106 del *Code de commerce*, mentre al secondo sottogruppo sono dedicati gli articoli 228-91/97 dello stesso *Code de commerce*.

La sistematica appena ricordata è stata introdotta con l'*Ordonnance* del 24 giugno 2004 la quale ha sostituito le diverse forme di strumenti e obbligazioni partecipative nel tempo codificate con una sola unica regola: la distinzione tra strumenti che diano accesso al capitale e strumenti che prevedano l'attribuzione di un diritto di credito⁷⁹. In sintesi, ad oggi, gli strumenti finanziari non azionari possono dividersi in (i) obbligazioni (disciplinate dagli artt. 228-38/90 del *Code de commerce*), (ii) *titres participatifs*, di cui abbiamo discusso pocanzi e (iii) *valeurs mobilières composées*, a loro volta suddivisibili nella distinzione sopra ricordata tra strumenti di capitale di rischio e strumenti di capitale di credito⁸⁰.

In questo senso si è parlato, quindi, di unificazione del regime dei valori mobiliari composti, che ha determinato l'affermazione definitiva della libertà di combinazione tra valori mobiliari, ferme restando alcune regole generali dettate dal *Code du commerce*⁸¹. In particolare il sottogruppo dei valori mobiliari che diano diritto all'attribuzione di titoli di credito sono disciplinati limitatamente a due profili: la competenza all'emissione da parte dell'assemblea straordinaria (art. 228-92 *Code du commerce*) e la facoltà di prevedere che il titolo primario e quello secondario siano negoziabili separatamente (art. 228-91 *Code du commerce*). Per il resto la disciplina di tali titoli resta soggetta alle regole previste per le obbligazioni.

⁷⁸ Cfr. BONNEAU – DRUMMOND, *Droit des marches financiers*, Paris, 2010, p. 172. Per la qualificazione di tali titoli come ibridi a metà strada fra l'obbligazione e l'azione; BOUGNON, *Titres participatifs*, in *Sociétés Traité, Juriss Classeur*, Paris, 2002, p. 5; DIDIER, *Droit des sociétés*, Paris, 2003, p. 684 ss.

⁷⁹ Sul punto cfr. STORK, *Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales*, in *Rev. trim. de Droit Comm.*, 2004, p. 568 ss.; BONNEAU, *L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales. Son application dans le temps*, in *Droit des sociétés*, 2004, p. 6 ss.; LE CANNU, *L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 et les valeurs mobilières composées: bref aperçu*, in *Rev. trim. de Droit Comm.*, 2004, p. 761 ss.

⁸⁰ Per un quadro dei diversi valori mobiliari cfr. BONNEAU – DRUMMOND, *Droit des marches financiers*, Paris, 2010, p. 140 ss.; BONNEAU, *Valeurs mobilières composées*, in *Sociétés Traité*, 9, *Titres. Bourses. Marchés*, *Juriss Classeur*, Paris, 2005, p. 1 ss.; DIDIER, *Droit des sociétés*, Paris, 2003, p. 684 ss.

⁸¹ Cfr. BONNEAU, *Valeurs mobilières composées*, cit., p. 7.

Tra i *valeurs mobilières composées* appartenenti alla prima categoria, ovvero quelli danno accesso al capitale di credito, troviamo ad esempio i c.d. *prêts participatifs*, i quali non hanno natura cartolare e partecipano al rischio di impresa in maniera più spiccata rispetto ai *titres participatifs* non potendo essere rimborsati se non dopo che siano stati pagati integralmente tutti gli altri creditori della società, ma al contrario dei *titres participatifs* non godono dei diritti tipici della partecipazione sociale, né di natura amministrativa né patrimoniale⁸². Tali strumenti, esistenti già prima dell'*Ordonnance* del 24 giugno 2004, sono però solo un esempio delle possibili forme che l'autonomia privata può prevedere all'interno della categoria *valeurs mobilières composées* rappresentativi di capitale di credito.

Continuando nella disamina dei principali esempi di titoli “ibridi” utilizzati nei paesi dell'Europa continentale, assumono una particolare rilevanza le c.d. *parts bénéficiaires* previste dal diritto belga, le quali sono considerate il riferimento più vicino a cui ha attinto il nostro legislatore nell'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi nel nostro ordinamento⁸³.

Il *Code des sociétés* belga non fornisce una definizione chiara delle *parts bénéficiaires* né prevede una specifica disciplina ad esse applicabili⁸⁴, limitandosi a chiarire in negativo che tali strumenti non possono essere rappresentativi del capitale sociale e che sarà lo statuto ad individuare i diritti (sia amministrativi che patrimoniali) applicabili agli stessi⁸⁵.

In particolare le *parts bénéficiaires* sono c.d. titoli di *horse capital* ovvero di “quasi capitale”, categoria nella quale sono ricompresi tutti i titoli non azionari elaborati dalla prassi commerciale.

Le *parts bénéficiaires* possono essere emesse sia in sede di costituzione della società che successivamente, a fronte di apporti in denaro, in natura oppure per prestazioni di opera o servizi e pertanto essere assegnati a soci, non soci e lavoratori.

⁸² CRÉMIEUR- ESRAEL, *L'assimilation des prêts participatifs à des fonds propres*, in *Rev. Soc.* 1983, p. 751.

⁸³ Per uno studio sul raffronto tra *parts bénéficiaires* e strumenti finanziari partecipativi previsti nel nostro ordinamento, cfr. CINCOTTI, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi previsti dall'art. 2346 c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, p. 221 ss.

⁸⁴ Per un approfondimento sulla disciplina delle *parts bénéficiaires* nell'ordinamento belga, cfr. NICAISE, *La société anonyme*, in *Traité pratique de droit commercial*, diretto da Jassogne, *Les sociétés*, Bruxelles, Kluwer, 1998, n. 269 ss., p. 213 ss; CINCOTTI, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe*, cit., p. 221 ss.

⁸⁵ L'articolo 483 del *Code des sociétés* prevede che “*les parts bénéficiaires ne représentent pas le capital social*” e che “*les statuts déterminent les droits qui y sont attachés*”.

Per quanto concerne i diritti attribuibili, siano amministrativi che patrimoniali, l'art. 483 del *Code des sociétés* attribuisce massima libertà all'autonomia statutaria.

Per quanto riguarda i diritti patrimoniali, potranno prevedersi *parts bénéficiaires* con un diritto a un dividendo periodico molto simile a quello spettante agli azionisti, piuttosto che con un diritto maggiorato rispetto a quello dei soci, oppure la società potrà decidere di emettere *parts bénéficiaires* identiche ad obbligazioni sotto il profilo patrimoniale o con un diritto al rimborso condizionato a determinati parametri.

Sotto il versante del diritto di voto, è molto interessante rilevare che – a differenza di quanto previsto dal nostro legislatore – lo statuto può spingersi fino al punto di attribuire ai portatori delle *parts bénéficiaires* il diritto di voto nell'assemblea generale dei soci⁸⁶. Tale facoltà è tuttavia limitata da due condizioni poste dall'ordinamento belga: il divieto di voto plurimo per ogni titolo e la circostanza che l'insieme dei voti attribuibili a strumenti diversi dalle azioni non superi la metà di quelli attribuiti alle azioni⁸⁷. Il legislatore belga ha quindi cercato di salvaguardare il principio del bilanciamento tra rischio e gestione mediante un limite “quantitativo” piuttosto che “qualitativo”. In altre parole ha preferito vietare che i titolari di *parts bénéficiaires* possano rappresentare la maggioranza in assemblea e sovvertire così le decisioni dei soci, ma lasciare la possibilità che gli stessi votino su ogni argomento e non solo su determinate materie. Il limite al co-governo di soggetti non soci viene collocato quindi non sul piano dell'oggetto ma su quello del «peso del voto»⁸⁸.

Sul piano della disciplina applicabile restano ancora aperti molti dubbi a cui il legislatore belga non sembra aver dato risposta, quali ad esempio, oltre a quello della competenza all'emissione, il rispetto del diritto di opzione agli azionisti in sede di emissione di *parts bénéficiaires* piuttosto che la facoltà di attribuire un diritto di opzione ai titolari di *parts bénéficiaires* in occasione di emissione di altre categorie di titoli, azionari e non.

Dal punto di vista sistematico, tuttavia, è doveroso osservare che le *parts bénéficiaires* possono rappresentare sia titoli rappresentativi di capitale di rischio che titoli di capitale

⁸⁶ Sulla attribuzione del diritto di voto anche a soggetti non azionisti negli ordinamenti continentali, cfr. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, Milano, 2006, p. 38 ss.

⁸⁷ Inoltre, quale specificazione del secondo limite ora ricordato, è previsto che in una singola votazione non possano essere computati i voti espressi dai titolari delle *parts bénéficiaires* che superino i due terzi dei voti spettanti agli azionisti.

⁸⁸ In questo senso, cfr. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 40.

di debito, avendo il legislatore lasciato ampio spazio all'autonomia statutaria nel disciplinare le caratteristiche di tali strumenti nel modo più confacente alle richieste dal caso concreto e non imponendo al contempo una aprioristica collocazione di questi titoli nell'una o nell'altra categoria.

In modo simile all'ordinamento belga, il legislatore tedesco ha previsto i c.d. *Genußrechte* – letteralmente “diritti di godimento” - di cui al § 221 dell'AktG tedesco. Tuttavia tale fattispecie non risulta essere disciplinata dal legislatore bensì creata dalla prassi sulla base di un'applicazione analogica della disciplina delle obbligazioni partecipanti ed indicizzate. Come è stato rilevato, i *Genußrechte* consistono «in un rapporto di natura obbligatoria, ed in specie in un finanziamento alla società, incorporabile in un documento ed idoneo ad attribuire una serie di diritti patrimoniali propri dell'azionista ma senza una posizione organica propria della partecipazione sociale, quali il diritto agli utili dell'impresa, il diritto di conversione o di opzione sulle azioni, il diritto alla quota di liquidazione, mentre il diritto alla restituzione del valore dell'apporto è solo eventuale ed è limitato alle ipotesi in cui ricorrono in pieno i connotati del prestito»⁸⁹. In altre parole, anche in questo caso, il legislatore ha demandato ampio spazio all'autonomia statutaria nel definire le caratteristiche proprie di tali strumenti, ferme restando alcune regole generali, prima fra tutte la circostanza che in nessun caso questi strumenti possono rappresentare porzioni di capitale sociale – ad esclusivo appannaggio dei soci – e, quale corollario a ciò, la conseguenza che ai titolari di tali strumenti non può essere attribuito il diritto di voto, né il diritto di impugnazione delle delibere assembleari, in ossequio al principio *kein Stimmrecht für Nichtaktionäre*⁹⁰, chiara esplicitazione del principio di correlazione tra rischio e potere decisionale⁹¹.

Molto interessanti appaiono anche le norme in tema di competenza all'emissione dei *Genußrechte*. È infatti previsto che l'assemblea generale deliberi con una maggioranza favorevole dei tre quarti del capitale presente, e con attribuzione del diritto di opzione ai

⁸⁹ Così MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, p. 440, nota 19.

⁹⁰ Cfr., tra i molti, KRIEGER, in *Müncher Handbuch des Gesellschaftsrechts*, Bd. 4, Aktiengesellschaft, II ed., München, 1999, § 63, Rn. 48, p. 872 ss; HÜFFER, *Aktiengesetz*, VI ed., München, 2004, § 21, Rn. 26, p. 1072; HUECK-FASTRICK, in BAUMBACH-HUECK, *GmbH-Gesetz*, XVIII, München, 2006, § 29, Rn. 89, p. 417.

⁹¹ Tutt'al più è ipotizzabile un diritto di presenziare alle assemblee e prendere visione del bilancio.

soci⁹², in relazione all'emissione non solo di titoli analoghi alle obbligazioni convertibili ma anche di titoli assimilabili alle obbligazioni partecipanti (*Gewinnschuldverschreibungen*) ovvero dei *Genußrechte*. D'altro canto, per quanto riguarda le obbligazioni pure c.d. *Industrieobligationen*, la loro emissione è rimessa all'organo amministrativo, senza che tale competenza sia neppure espressamente menzionata dalla legge⁹³. Il diritto tedesco, quindi, unifica sotto una sola regola, diversa da quella delle obbligazioni per così dire "classiche", l'emissione di strumenti finanziari che non siano né azioni né obbligazioni in senso stretto e che possano provocare qualche interferenza con le prerogative dei soci⁹⁴.

Alla luce degli strumenti sinora esaminati, si può sostenere che la riforma del nostro diritto societario si collochi in una linea di tendenza, sulla scia delle esperienze comparatistiche europee, mirata ad affievolire la tradizionale distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito e ad introdurre strumenti "ibridi" che diano ampio spazio all'autonomia privata nella definizione dei diritti patrimoniali ed amministrativi ad essi attribuibili. Tuttavia ritengo che dalla sommaria ricostruzione sinora svolta, tale distinzione non sembra essere totalmente superata, almeno per quanto riguarda i paesi di *civil law*: sia perché a volte è lo stesso legislatore a segnare la linea di confine tra strumenti di "quasi capitale" e strumenti di tipo obbligazionario, come nel caso francese, sia perché altre volte l'ordinamento pone dei chiari limiti nella strutturazione delle caratteristiche di tali strumenti, come nel caso belga e ancor di più in quello tedesco. In ogni caso i legislatori europei hanno concesso grande flessibilità all'autonomia privata nel modellare il contenuto degli strumenti ibridi, avvicinandoli poi – per quanto riguarda la disciplina ad essi applicabile – alle azioni o alle obbligazioni, a seconda che costituiscano una variante dell'uno o dell'altro modello di riferimento.

In un'ottica comparatistica, appare ora doveroso esaminare, seppur brevemente, se analoghe considerazioni possano sostenersi anche per quanto riguarda gli ordinamenti *common law*, ed in particolar modo in quello anglosassone ed in quello statunitense. Come verrà sommariamente illustrato, nell'ordinamento statunitense la mancanza di

⁹² V. § 221 *AktG*.

⁹³ Cfr. KÜBLER, *Gesellschaftsrecht*, Heidelberg, 1999, § 6, p. 212.

⁹⁴ Cfr. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., p. 35 ss.

una rigorosa disciplina a tutela del capitale sociale rende possibile la proliferazione di fattispecie atipiche, di regola prive di espresso riconoscimento normativo.

In particolare negli ordinamenti di matrice anglosassone, si rinviene la tripartizione tra strumenti di *equity* (ovvero le *shares* o *stock*, nelle varie forme possibili), strumenti di *debt* (quali *bonds*, *debentures*, *notes* etc.) e le *hybrid securities*⁹⁵, ovvero strumenti ibridi, in cui è possibile combinare in modo più vario alcune caratteristiche tipiche degli strumenti di *equity* e altre tipiche di strumenti di *debt*, in particolar modo per quanto riguarda il profilo del rendimento, quello del rischio ed i poteri di controllo ad essi associati⁹⁶.

Ai fini della presente indagine non è possibile dar conto della moltitudine di combinazioni e quindi di strumenti ibridi conosciuti dalla prassi inglese e statunitense, ma è sufficiente menzionare alcune ipotesi, quali le *perpetual notes*, le *preferred shares* e i *voting bonds*.

È interessante notare anzitutto dal punto di vista lessicale che, pur essendo strumenti “ibridi”, essi sono pur sempre denominati *shares* o *bonds* (o *notes/debentures*) a seconda che prendano caratteristiche peculiari dell’uno o dell’altro modello. Naturalmente la scelta dell’uno o dell’altro contenitore può dipendere da diversi fattori, per lo più legali ai profili giuridici dell’operazione di finanziamento e al trattamento fiscale.

Cominciando dai *perpetual notes* o *perpetual debentures*, questi strumenti sono previsti dall’ordinamento inglese già dal 1907 e la loro disciplina sopravvive nella sostanza tutt’oggi nell’art. 193 del *Companies Act*. Tali strumenti sono in realtà recentemente ricomparsi sul mercato europeo e si sono ravviate emissioni di strumenti finanziari simili alle *perpetual notes* anche in Italia⁹⁷. Da questi si può dire abbiano attinto anche

⁹⁵ Cfr. HAMILTON, *Corporations, West Group-Black letter series*, 1997, p. 224 ss.; MCCORMICK-REAMER, *Hybrid corporate securities, international legal aspects*, London, 1987, p. 2 ss., in cui gli autori rilevano che “a “hybrid securities is so called because it combines some features of a debt securities with some features of an equity securities. It may have the recognizable legal features of the one category but the economical features of the other or it may offer an option to convert the investment from one to another”.

⁹⁶ Sul punto, cfr. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi” in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, p. 166 ss.

⁹⁷ La ripresa in Italia si è avuta soprattutto tra il 2003 e il 2005. Cfr. BUFACCHI, *Bond ibridi a quota 15 miliardi*, in *Il Sole 24 ore del 23 giugno 2007*. Al riguardo si segnalano le piuttosto numerose emissioni che hanno avuto luogo nell’Euromercato da parte delle società dell’Europa continentale ai sensi del diritto inglese. Tra queste, ad esempio, l’emissione per Euro 750.000.000 di *subordinated interest deferrable capital securities* effettuata da Lottomatica S.p.A. nel maggio 2006 e con scadenza del 2066.

nuovi strumenti introdotti nel nostro ordinamento dal recente Decreto Liberalizzazioni, quali i c.d. *project bonds*.

Appare opportuno inoltre ricordare che i prestiti irredimibili hanno avuto espresso riconoscimento nelle Istruzioni di Vigilanza del 1999 e sono ancora presenti nelle vigenti Disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche⁹⁸.

Peculiarità delle *perpetual notes*, come implicito nel *nomen iuris*, è il carattere di prestito perpetuo, irredimibile o di lunghissima durata, la cui scadenza di solito coincide con il verificarsi della data di scioglimento della società o con il termine della stessa previsto da statuto. Quali investimenti di capitale di debito esse incorporano il diritto del titolare al pagamento periodico di interessi e alla restituzione del capitale, anche se solamente alla liquidazione della società. Inoltre al titolare di tali strumenti è riconosciuto il diritto di chiedere la dichiarazione di fallimento della società in caso di insolvenza della stessa e inadempimento dell'obbligo di pagamento degli interessi⁹⁹. Risiederebbe quindi in queste caratteristiche, ovvero nella loro massima subordinazione nel rimborso dell'apporto nonché nella possibilità di richiedere il fallimento della società finanziata, la loro vicinanza con le azioni e con altri strumenti di capitale di rischio.

Anche l'esperienza statunitense conosce titoli irredimibili o a lunghissima durata anche se qui tuttavia ha assunto almeno inizialmente la forma di *perpetual preferred stock*, e dunque secondo le richiamate categorie, natura di capitale di rischio¹⁰⁰. Successivamente si sono sviluppati anche i casi di *irredeemable annuities*, i quali come le

⁹⁸ In particolare ai sensi del Titolo I, cap. II, par. 4(b) delle Disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche, sono considerati strumenti non innovativi di capitale i titoli irredimibili o titoli con scadenza non inferiore a 30 anni. Non è ostativa al rispetto del presente requisito la previsione di una scadenza dei titoli coincidente con la durata della società prevista nell'atto costitutivo e/o nello statuto. Inoltre, ai sensi del Titolo II, cap. I, par. 6, sono considerati inclusi nella classe di attività di strumenti di capitale non solo i titoli di capitale, ma anche gli strumenti innovativi di capitale e gli strumenti irredimibili, diversi da quelli assoggettati ai requisiti patrimoniali sui rischi di mercato oppure da quelli dedotti dal patrimonio di vigilanza, nonché ogni altra attività che, in base al principio della prevalenza della sostanza sulla forma, presenti le caratteristiche di uno strumento di capitale (irredimibilità, assenza di qualsiasi obbligazione da parte dell'emittente, interesse residuo nelle attività al netto delle passività e nel reddito dell'emittente).

⁹⁹ Cfr. BURGESS, *Corporate Finance Law*, London, 1985, p. 317 ss.; FERRAN, *Company Law and corporate finance*, Oxford, 1999, p. 55 ss. Per una ricostruzione italiana di questi strumenti, cfr., LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo delle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 63 ss., ID., *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, p. 606 ss.

¹⁰⁰ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Policy Statement on the Payment of Cash Dividends by State Member Banks and Banks and Bank Holding Companies*, 14 novembre 1985, 1CCH Federal Banking Law Reporter 5521.

perpetual notes, si presentano come strumenti di debito la cui scadenza coincide con la data di liquidazione della società¹⁰¹. L'emissione di *debentures* a lunga o lunghissima durata non sembra essere affatto vietata negli Stati Uniti ma pone al contempo problemi di qualificazione ove alla lunga durata si accompagnino anche previsioni di natura partecipativa, come ad esempio «interest payable from income if and when earned», che contraddistinguono gli *income bonds* e i *participating bonds*¹⁰².

Presentano invece molte somiglianze con le nostre azioni di risparmio le c.d. *preferred shares*, conosciute sia in Inghilterra che negli Stati Uniti, quali strumenti caratterizzati dal fatto di essere privilegiati nel pagamento dei dividendi rispetto alle *common shares* e/o al diritto al rimborso del nominale in sede di liquidazione della società. Tali strumenti possono poi essere distinti in *participating preferred shares* e *non participating preferred shares*. I primi danno il diritto non solo ad un dividendo privilegiato e predeterminato ma anche al concorso con i titoli di *common shares* nella distribuzione dei dividendi ordinari, che potrà avvenire solo dopo il pagamento del dividendo privilegiato ai titolari delle *preferred shares*.

In Inghilterra le *participating preferred shares* sono considerate delle vere e proprie azioni e concorrono quindi alla formazione del capitale sociale e sono soggette alla relativa disciplina (disciplina che invece manca nel diritto statunitense, circostanza questa che quindi rende del tutto inutile effettuare tale distinzione).

Per quanto concerne i diritti amministrativi che possono essere attribuiti a questi strumenti, a differenza del nostro ordinamento – e, come abbiamo precedentemente ricordato, di quelli di *civil law* più in generale – i paesi di *common law* demandano piena libertà all'autonomia privata, consentendo quindi anche a non soci di poter votare nell'assemblea ordinaria e di godere di tutti i diritti amministrativi del socio ordinario¹⁰³. Al riguardo è stato notato come nei paesi di *common law* si assista ad un rifiuto della concezione che qualifica in termini di pubblico interesse la regolazione dei

¹⁰¹ Cfr. DEWING, *The Financial Policy of Corporations*, 1922, University of California, p. 97 ss. Per una panoramica su tali strumenti innovativi di finanziamento, cfr. JOHNSON-MCLAUGHLIN, *Corporate Finance and Securities Law*, 4 edizione, New York, 2006, p. 697 ss.; MCDERMOTT, *Legal Aspects of Corporate Finance*, 4 edizione, San Francisco, supplemento 2012, p. 8 ss.

¹⁰² Gli *income bonds* normalmente prevedono che “the obligation to pay interest is conditioned on adequate corporate earnings” Nei *participating bonds* “the amount of the interest payable on bonds increases with corporate earnings”. Cfr. HAMILTON-FREER, *The Law of Corporations in a nutshell*, 6th (Nutshell Series), 2010, pag. 128 ss.

¹⁰³ V. GOULDINGS, *Company law*, London, 1999, p. 215, nel punto in cui afferma che “in the of anything to the contrary, the preference shareholders will enjoy the same right to attend and vote at the general meetings as the ordinary shareholders”.

rapporti alla base del contratto sociale¹⁰⁴. Se, infatti, da un lato è possibile che soggetti non soci godano degli stessi diritti amministrativi dei soci, dall'altro è altrettanto possibile che i soci siano privati dei propri diritti amministrativi, primo fra tutti quello il diritto di voto nell'assemblea ordinaria, senza necessità di riconoscere allo stesso tempo alcun privilegio di natura patrimoniale.

Alla luce di quanto sinora richiamato si potrebbe sostenere che, in realtà, negli ordinamenti di *common law* non è preso in considerazione, quale interesse meritevole di tutela, il principio di correlazione tra rischio e potere.

Emblematica appare in questo senso la figura dei c.d. *voting bonds*¹⁰⁵, ovvero veri e propri titoli di debito ai quali viene riconosciuto però il diritto di voto nell'assemblea degli azionisti.

Le formule normative utilizzate nel regolare tali strumenti sono assai ampie e generiche sia con riferimento alle materie su cui può essere attribuito un diritto di voto sia in relazione al peso che può essere accordato al voto dei *bondholders* titolari di *voting bonds* rispetto a quello degli *shareholders*.

Alla luce di questa del tutto sommaria analisi di forme di *hybrid securities* presenti nei paesi di *common law*, sembra possibile concludere che, in buona sostanza, esistono due macro-categorie di strumenti finanziari, quelli di *equity* e quelli di *debt*, e che all'interno di queste categorie esiste un ventaglio di clausole elaborate dalla prassi che consentono di attribuire caratteristiche di debito ai titoli di capitale e caratteristiche di capitale di rischio ai titoli di debito, lasciando in ciò massimo spazio all'autonomia statutaria senza la previsione di limiti, espressi dal legislatore o implicitamente desumibili dal sistema. In altre parole, come è stato autorevolmente rilevato¹⁰⁶, "*quartum non datur*", ossia non esiste un'ulteriore categoria di strumenti finanziari "partecipativi" quale *tertium genus* che si aggiunga alle categorie di strumenti di *equity*, di *debt*, poiché le *hybrid securities*, sono a loro volta riconducibili all'una o all'altra categoria sul piano formale.

In definitiva, quindi, gli strumenti ibridi previsti dall'ordinamento inglese e statunitense vengono ricondotti sul piano sistematico in ogni caso alla categoria delle *shares* o a quella dei *bonds*.

¹⁰⁴ In questo senso, LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 39 ss.

¹⁰⁵ Per una puntuale ricostruzione di tali strumenti, cfr. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 36 ss.

¹⁰⁶ Così, ENRIQUES, *Quartum non datur*, cit, p. 166 ss.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti l'assenza di una terza categoria nasce in primo luogo dalla mancanza di una disciplina del capitale sociale, rendendo quindi inutile prevedere degli strumenti assimilabili al tipo azionario o al tipo obbligazionario ma che siano sottratti alla relativa disciplina.

Più problematico appare invece il caso dell'Inghilterra in cui sono comunque dettate alcune regole sul capitale sociale, anche se in modo diverso da quanto previsto ad esempio nel nostro ordinamento e in altri Paesi di *civil law*.¹⁰⁷

Avendo ora una visione comparatistica d'insieme è necessario ora verificare in che direzione si è mosso il nostro legislatore al fine di poter offrire una collocazione sistematica agli strumenti finanziari previsti nel codice civile e conseguentemente definire la disciplina ad essi applicabile.

¹⁰⁷ Per una trattazione del problema si rimanda all'articolo di ENRIQUES, *Quartum non datur*, cit., p. 171 ss.

CAPITOLO II

La ricostruzione sistematica degli strumenti finanziari previsti nel codice civile

1. Indagine sulle tipologie di strumenti finanziari tra unità e pluralità delle fattispecie. Tentativo di un inquadramento sistematico.

Come anticipato nelle pagine che precedono, l'introduzione nel nostro codice civile di strumenti finanziari ulteriori rispetto a quelli tipici dell'azione e dell'obbligazione, comunemente definiti come strumenti "ibridi"¹⁰⁸, ha posto numerose perplessità di carattere sistematico che hanno da tempo occupato la dottrina e gli operatori del diritto e sono ad oggi oggetto di un acceso dibattito non ancora sopito.

Ripercorrendo in sintesi il dibattito della dottrina, si può evidenziare come i principali interrogativi ancora aperti riguardino la circostanza se sia o meno ricostruibile una categoria generale di strumenti finanziari, quale *tertium genus* e, quindi, se il legislatore abbia delineato una fattispecie unitaria, oppure se sia necessario individuare fattispecie distinte, distinguendo tra strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, o ancora se si debba invece ammettere l'esistenza di un numero indefinito di possibili strumenti ibridi, quale catalogo aperto. La risposta a questi interrogativi appare centrale al fine della definizione della disciplina applicabile a tali strumenti.

Nell'ambito delle problematiche appena richiamate, le posizioni della dottrina si possono dividere sostanzialmente in due macro filoni: da una parte chi ritiene che tutte le ipotesi di strumenti finanziari previsti dal codice civile per le società per azioni siano riconducibili a uno schema tipico che risulterebbe essere quello dei titoli di debito (e conseguentemente sarebbe applicabile a tutti gli strumenti *de qua* la disciplina delle

¹⁰⁸ Come abbiamo già illustrato, v., *infra*, § 1, paragrafo 2, 3 e 4, la nozione di strumento finanziario ibrido emerge in dottrina già prima della riforma quale formula idonea a raggruppare le varie forme di finanziamento e di investimento intermedie tra l'azione e l'obbligazione. Gli AA. che utilizzano tale espressione, riconoscono tuttavia che la stessa avrebbe solo carattere descrittivo e non individuerrebbe ad ogni modo un'autonoma fattispecie. Cfr. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit., p. 1096 ss; ID., *Azioni di risparmio e strumenti "ibridi" partecipativi*, cit., p. 17 ss. Altri AA. sostengono invece che non si possa parlare di categoria di strumenti "ibridi", tanto che il termine "ibrido" suonerebbe come vero e proprio "non predicato", così TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 461.

obbligazioni¹⁰⁹); dall'altra – muovendo da diversi presupposti – chi valorizza le diversità delle varie tipologie di strumenti finanziari previsti dal codice, sostenendo quindi che possano essere ricostruite diverse classi di strumenti a cui sono dedicate discipline diverse¹¹⁰. All'interno di questo secondo filone, come vedremo, si possono in realtà distinguere diversi orientamenti che si fondano sulla differente nozione di “partecipazione”.

Nel tentativo di esporre seppur sinteticamente le teorie sopra richiamate, la ricostruzione che vede gli strumenti finanziari quale categoria unitaria si fonda sull'idea che essi costituiscano, in ogni caso, forme di finanziamento della società per azioni e, pertanto, sarebbero tutti accomunati dalla circostanza di rappresentare tecniche di provvista di capitale di debito e non di capitale di rischio.

In quest'ottica vengono esaltate le fondamentali differenze rispetto alla fattispecie azionaria ed, in particolare, la circostanza che l'apporto, nel caso degli strumenti finanziari, non possa mai rappresentare una porzione del capitale sociale. In questo senso viene quindi messa in luce la loro contiguità rispetto alla fattispecie obbligazionaria¹¹¹, che viene estesa sino a ricomprendere non solo i titoli che garantiscono il rimborso del capitale e legano il pagamento degli interessi all'andamento economico della società ma anche quei titoli che contemplan la possibilità di un mancato rimborso del capitale. Secondo questa dottrina, poiché a fronte dell'apporto si instaurerebbe in ogni caso un debito nei confronti della società, tale apporto dovrà essere in ogni caso contabilizzato nella sezione n. 1 lettera d) del passivo dello stato patrimoniale, ai sensi dell'art. 2424 c.c. – benché si tratti di passività alle

¹⁰⁹A favore di una ricostruzione unitaria degli strumenti finanziari previsti dal codice civile, cfr. LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari*, cit., p. 1 ss; FERRI JR., *Fattispecie societaria*, cit., p. 67 ss., SPADA, *Provvista di capitale e strumenti finanziari*, cit., p. 621 ss.

¹¹⁰Fra gli autori contrari ad una visione unitaria del fenomeno si ricordano, fra tutti, COSTI, *Strumenti finanziari*, cit., p. 727 ss.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 620, NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 53 ss; ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit. p. 60 ss.; CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 5 ss.

¹¹¹In questo senso cfr. FERRI JR., *Fattispecie societaria*, cit. p. 72 ss., il quale evidenzia che gli strumenti finanziari trovano causa non in un conferimento, imputabile a capitale, ma in un apporto a titolo diverso, il quale può consistere anche in prestazioni d'opera o servizi, le quali non sono nemmeno astrattamente entità suscettibili di conferimento per le società per azioni. L'A. sottolinea d'altro canto come, in seguito alla riforma, il concetto tipologico dell'obbligazione viene notevolmente ampliato, sino a ricomprendere, accanto alle obbligazioni tradizionalmente conosciute, che prevedono il rimborso del capitale, anche altri strumenti che partecipano al rischio di impresa non solo per quanto riguarda gli interessi ma anche per la restituzione del capitale versato. In questo senso, circa la centralità della fattispecie obbligazionaria, cfr., MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, cit., p. 463; GALLETTI, *“Elasticità” della fattispecie obbligazionaria*, cit., p. 239. In relazione alle novità introdotte dalla riforma in tema di obbligazioni, v., *supra*, Cap. I, §1.

quali corrisponde un debito suscettibile di variazione sia nell' *an* che nel *quantum* – e non potrà al contrario rappresentare una voce di patrimonio netto¹¹². Alcuni autori ammettono un'unica eccezione a tale regola nell'ipotesi in cui il diritto al rimborso del capitale venga previsto solo in sede di liquidazione: in questo caso sembra riconoscersi che il valore dell'apporto confluisca in una posta del patrimonio netto, avente natura di riserva indisponibile¹¹³.

L'orientamento ora ricordato muove le proprie considerazioni sulla base di un dato letterale: decisivo in questo senso, infatti, sarebbe il richiamo operato dall'art. 2411, ultimo comma, c.c., che sottopone alla disciplina delle obbligazioni “gli strumenti finanziari comunque denominati”. In quest'ottica, quindi, a prescindere dai diritti patrimoniali o amministrativi attribuiti agli strumenti finanziari, la disciplina generale ad essi applicabile sarebbe comunque quella prevista dagli artt. 2410 e ss. del codice civile. A tale disciplina, per così dire, di “base”, si dovranno aggiungere anche le disposizioni previste dagli artt. 2346, sesto comma, 2351 e 2376 c.c., per quanto riguarda gli strumenti finanziari dotati anche di diritti amministrativi, e dall'art. 2349, secondo comma, c.c., in tema di strumenti finanziari attribuiti a prestatori di lavoro. Quale corollario di questa impostazione vi è, quindi, l'implicita ammissione della possibilità di attribuire agli strumenti finanziari come sopra descritti anche diritti amministrativi ulteriori, che non potrebbero spettare invece ad un obbligazionista di tipo “classico”.

In definitiva, tale orientamento sembrerebbe lasciare intatta la sovranità degli azionisti – quali *residual claimant* della società e titolari dell'iniziativa economica della stessa – e, con essa, la tradizionale distinzione tra soci e soggetti terzi rispetto al contratto sociale che, in quanto finanziatori della società, resterebbero in ogni caso dei *fixed claimant*.

In direzione diametralmente opposta si pone invece la tesi che riconosce diverse fattispecie di strumenti finanziari all'interno del codice civile a cui dovranno corrispondere quindi diverse discipline. Tale orientamento dottrinale ha così enucleato

¹¹² Cfr. SPADA, *Provvista di capitale e strumenti finanziari*, cit., p. 626 ss.

¹¹³ Cfr. LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari*, cit., p. 23 ss. Tale soluzione viene da tempo adottata nel settore bancario per procedere all'iscrizione in bilancio dei prestiti subordinati o irredimibili, sul tema cfr. PORTALE, *La ricapitalizzazione*, cit., p. 15 ss., BONFATTI, *Strumenti “ibridi” di patrimonializzazione*, cit., p. 355 ss. Per un approfondimento circa i prestiti subordinati o irredimibili, v., *supra*, Cap. I. §5

diverse tipologie di strumenti finanziari tipizzate dal legislatore¹¹⁴, a cui, secondo alcuni, si aggiungerebbero altri strumenti finanziari atipici, la cui creazione è lasciata *in toto* all'autonomia privata¹¹⁵.

Come avrò modo di motivare nel corso di questo lavoro, ritengo che questa seconda interpretazione sia più corretta, non solo dal punto di vista dogmatico, ma soprattutto per i risultati a cui essa giunge sul piano della normativa applicabile.

In particolare non vedo per quale ragione a strumenti finanziari dotati di significativi diritti amministrativi e per i quali non sia previsto un diritto al rimborso dell'apporto, certamente ammissibili ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., debba applicarsi l'intera disciplina prevista per le obbligazioni. L'ampio rinvio operato dall'ultimo comma dell'art. 2411, ultimo comma, assolve con ogni evidenza funzioni diverse, in regione delle distinte parti che compongono la Sezione VII del capo V. All'interno di queste norme sicuramente una pregnante rilevanza assume il recupero dei limiti quantitativi fissati dall'art. 2412 c.c., i quali, come è stato autorevolmente osservato, si impongono per motivi di ordine funzionale e logico ogni qualvolta la società, attraverso l'emissione di strumenti rappresentativi di capitale di credito, realizzi un'operazione di prestito, in una logica di protezione dell'equilibrio tra mezzi propri e finanziamento esterno¹¹⁶. L'art. 2411, ultimo comma, c.c., è quindi primariamente rivolto a rendere possibile l'applicazione dei limiti di cui all'art. 2412 c.c. alla totalità di questi casi e non di certo ad estendere tali limiti a fattispecie parzialmente diverse dal prestito obbligazionario, quali strumenti finanziari che senza prevedere alcun obbligo di rimborso dell'apporto, partecipino agli utili e alle perdite della società e si spingano quasi fino a concorrere con i soci nella ripartizione dell'attivo residuo in sede di liquidazione. Per tali strumenti, infatti, l'applicazione di limiti all'indebitamento, tesi a mantenere la necessaria proporzione tra ricorso al capitale di rischio e ricorso al capitale

¹¹⁴ Cfr., in particolare, NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 620; NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 53 ss.; CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 5 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari*, cit., p. 1288.

¹¹⁵ Per tale impostazione, v. per tutti, NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 617.

¹¹⁶ Sulla ratio dei limiti in parola, cfr. G. GIANNELLI, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Giuffrè, 2008, p. 160 ss.; A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2412 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, *Obbligazioni. Bilancio*, Milano, 2006, p. 86 ss.; FERRO-LUZZI, *Il limite alla emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, lett. a, l. n. 262 del 2005)*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 243 ss.; PISANI, *I titoli obbligazionari tra riforma del diritto societario e riforma del diritto concorsuale*, Torino, 2010, p. 46. Per un approfondimento circa il limiti di cui al 2412 c.c. e le eccezioni previste dal sistema attuale a seguito del Decreto Sviluppo, v., *infra*, Cap. VI, §2.

di debito, non avrebbe ragion d'essere, dal momento che questi si configurerebbero, date le caratteristiche intrinseche, quali strumenti di capitali di rischio e non di capitale di debito. Inoltre, anche l'estensione di altre norme previste in tema di obbligazioni, generebbe, con ogni evidenza, alcune incongruità di carattere sistematico. Mi riferisco, ad esempio, al profilo della competenza all'emissione degli strumenti finanziari. Il legislatore ha inteso affidare all'organo gestorio il potere di decidere l'emissione di strumenti obbligazionari quali strumenti di finanziamento e pertanto appartenenti all'ambito della sfera gestoria attribuita in via esclusiva all'organo amministrativo. Diversamente, l'emissione di strumenti finanziari dotati di diritti corporativi assume anche valore organizzativo, interferendo in misura più o meno significativa, con le tipiche posizioni sociali dell'azionista, vendendo così meno il fondamento della legittimazione degli amministratori all'emissione. In questo caso laddove lo strumento attribuisca anche diritti amministrativi ai suoi titolari, la sede naturale per l'assunzione della decisione relativa alla loro emissione dovrà essere, quindi, quella assembleare (in particolare, l'assemblea straordinaria) e non l'organo amministrativo. Non a caso, la disciplina prevista dagli artt. 2346, ultimo comma, e 2376 c.c. è intervenuta proprio sugli aspetti relativi alla competenza all'emissione, riservando allo statuto la definizione dei diritti attribuiti, nonché quelli concernenti la tutela degli interessi di categoria.

Infine, non ritengono condivisibile il fondamento della prima tesi sopra richiamata, ovvero che l'operazione economica posta alla base dell'emissione di tutti i possibili strumenti finanziari sia – e sempre debba essere – un finanziamento, inteso come prestito, alla società. Ciò in particolar modo per due ordini di ragioni: per quanto riguarda l'apporto effettuato dal sottoscrittore e per ciò che concerne la causa del rapporto che si instaura tra il sottoscrittore e la società emittente. Avrò modo di approfondire questi aspetti nelle pagine che seguono relative alla disciplina applicabile agli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c.¹¹⁷. Mi basti ora richiamare alcuni spunti di riflessione che si scontrano con l'interpretazione sopra ricordata. In primo luogo l'apporto può consistere anche in beni diversi dal denaro, quali le prestazioni di opera e servizi, i quali sono ontologicamente incompatibili con la natura del prestito obbligazionario. Inoltre sono ravvisabili alcune ipotesi di emissioni gratuite di strumenti finanziari, in cui l'apporto è assente, quali l'emissione gratuita a

¹¹⁷ V., *infra*, Cap. IV.

favore di prestatori di lavoro e quella a favore di tutti i soci, proporzionalmente al numero di azioni possedute¹¹⁸.

Per ciò che attiene più propriamente alla causa giuridica e alla funzione economica dell'operazione sottostante l'emissione degli strumenti finanziari, ritengo che, in assenza di indicazioni normative, gli strumenti in questione, a differenza delle azioni e delle obbligazioni, non siano caratterizzati da una causa tipica, bensì rappresentino una figura neutra, mediante la quale sia possibile realizzare scopi diversi, non solo di prestito, ma anche di investimento. In questo senso, l'ampio spazio all'autonomia privata induce a ritenere che gli strumenti finanziari costituirebbero una "struttura vuota" il cui contenuto e la cui causa andranno determinate di volta in volta dalle parti¹¹⁹, secondo l'uso a cui saranno destinati. Anche su questo tema avrò modo di soffermarmi successivamente¹²⁰.

Per le ragioni pocanzi ricordate non ritengo quindi condivisibile sia dal punto di vista sistematico che per la varietà degli utilizzi a cui si prestano gli strumenti finanziari nell'ottica proposta dalla riforma del 2003, la tesi di chi prospetta una fattispecie unitaria di tali strumenti quali strumenti di credito, assimilabili alle obbligazioni. Ritengo invece preferibile una interpretazione, per così dire "decostruttiva" che prevede la configurabilità di diverse tipologie di strumenti finanziari previsti dal nostro codice civile.

Innanzitutto, come già anticipato, il legislatore ha inteso fornire la – seppur – scarsa disciplina degli strumenti finanziari mediante riferimenti normativi diffusi e non in una apposita sezione del libro quinto del codice civile. In particolare il nostro codice prevede numerose norme dedicate agli strumenti finanziari sparse in sezioni diverse, sia nella sezione V del titolo V, capo V, propriamente intitolata "Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi", sia nel titolo V, capo V, Sezione VII, dedicata alla disciplina delle obbligazioni, sia nel titolo V, capo V, Sezione XI, per quanto riguarda i patrimoni destinati ad uno specifico affare ed infine nel corpo della disciplina relativa alle società cooperative. Probabilmente, nelle intenzioni del legislatore, ciò avrebbe dovuto fornire all'interprete un potenziale aiuto nel tentativo di fornire una lettura sistematica delle singole fattispecie, al fine di individuare con maggiore facilità la

¹¹⁸ In questo senso, cfr. NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 75 ss.

¹¹⁹ Così NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 77.

¹²⁰ V., *infra*, Cap. IV.

disciplina ad essi applicabile. Infatti, già ad una prima lettura basata puramente sulla collocazione sistematica delle norme in tema di strumenti finanziari, l'isolamento materiale dei corpi normativi sembrerebbe delineare diverse fattispecie, distinte l'una dall'altra, seppur accomunate dal medesimo *nomen iuris*.

Partendo quindi dal dato normativo appare agevole individuare nell'ambito delle società per azioni, due macro categorie di strumenti finanziari tipici ovvero (i) gli strumenti emessi ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., connotati dall'attributo della "partecipatività" (riprendendo il titolo della sezione V del codice) e (ii) gli strumenti comunque denominati previsti dall'art. 2411, ultimo comma, c.c. (tra cui rientrerebbero, tra l'altro, anche gli strumenti i cui all'art. 2447-ter riguardanti patrimoni destinati ad uno specifico affare)¹²¹.

La distinzione in parola è suggerita anche dalla lettura della legge delega, la quale – come anticipato nel corso delle precedenti pagine¹²² – nel prevedere l'introduzione di «strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi [...] dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi» (art. 4, sesto comma, lett. c) l. 3 ottobre 2001 n. 366), propone l'opportunità di tracciare una linea di *discrimen* tra i vari strumenti finanziari previsti dal codice civile a seconda che siano dotati o meno del requisito della "partecipatività"¹²³.

Il concetto di "partecipatività" è tutt'ora al centro di un acceso dibattito, poiché tale nozione, facendo riferimento alla partecipazione sociale rappresentata dalle azioni, ricomprende complesse posizioni di natura sia patrimoniale che amministrativa.

La nozione di partecipazione nel diritto commerciale italiano risente dell'estrema labilità del concetto sotteso a tale definizione, il quale si presta ai più versatili utilizzi e

¹²¹ Per esigenze di completezza, appare peraltro corretto ricordare che rimangono fuori da questa distinzione gli strumenti finanziari che possono essere emessi dalle società cooperative ai sensi dell'art. 2526 c.c. Poiché oggetto di questo studio sono gli strumenti finanziari e i nuovi canali di finanziamento per le società per azioni, non mi occuperò in questa sede di analizzare tutti gli altri strumenti previsti dal codice per altre società di capitali e per società cooperative, dato che le peculiarità e le diversità di funzioni di ciascuno di essi meriterebbe una trattazione separata. Per un approfondimento sugli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'art. 2526 c.c. cfr. COSTI, *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, p. 117 ss.; RESCIGNO, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Banca, borsa, tit. cred.* 2004, V, p. 559 ss.; ONZA, *Strumenti finanziari emessi da cooperative e iscrizione in bilancio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, p. 187 ss..

¹²² V., *supra*, Cap. I, §1.

¹²³ Questa interpretazione della legge delega tuttavia non è esente da critiche. In particolare coloro che sostengono la tesi di una fattispecie unitaria di strumenti finanziari, evidenziano come il legislatore in realtà non utilizzi la locuzione "non partecipativi" all'interno del codice e che il titolo dato alla sezione V, del titolo V, capo V, stia invece ad accentuare la vicinanza di tali strumenti alla fattispecie azionaria assoggettandoli così alla stessa disciplina.

non presuppone un'univocità della definizione stessa. Si può infatti parlare di partecipazione al rischio di impresa sotto il profilo economico – facendo riferimento sia alla remunerazione rappresentata dagli utili che alla partecipazione alle perdite, nonché in relazione alla mancanza di un diritto al rimborso dell'investimento – ovvero concentrarsi sull'aspetto decisionale, considerando fondamentali i diritti amministrativi attribuiti agli azionari nel governo della società. Inoltre è stato osservato come il concetto di “partecipazione” possa invece avere ad oggetto l'aspetto organizzativo della società quale impresa. Prescindendo in questa sede da un riassunto dell'ampio e articolato dibattito dottrinale testimone degli sforzi classificatori di cui il concetto in parola è stato oggetto durante l'intero arco del '900¹²⁴, appare necessario approfondire il concetto di “partecipazione” destinato alla sola individuazione della nozione di “partecipativo” attribuita agli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c.

Tale nozione, infatti, appare fondamentale nell'inquadramento sistematico degli strumenti finanziari, sia in termini di disciplina applicabile, come si avrà modo di approfondire in seguito¹²⁵, sia in tema di apposizione contabile, onde evitare una falsa o errata rappresentazione in bilancio di tali strumenti¹²⁶.

2. Il concetto di partecipazione come attribuzione di diritti amministrativi. Una possibile ricostruzione.

Secondo autorevole dottrina¹²⁷ la locuzione “partecipativi” in relazione agli strumenti finanziari dovrebbe essere riferita esclusivamente alla titolarità di diritti amministrativi ad essi attribuiti o attribuibili.

¹²⁴ Al centro di questo dibattito si pone l'identificazione della partecipazione in un unico diritto soggettivo piuttosto che in una sorta di fascio di posizioni giuridiche attive e passive tra loro raccolte nella definizione di *stauts socii*. Cfr. CARNELUTTI, *Teoria giuridica della circolazione*, Padova, 1933, BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Milano, 2011, p. 179 ss.; ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca e borsa*, 1952, I, p. 385 ss e in *Saggi di diritto commerciale*, Milano 1955, pp. 233 ss.

¹²⁵ V. *infra*, Cap. IV.

¹²⁶ V. *infra*, Cap. III.

¹²⁷ Cfr. ABRIANI, *Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi. Introduzione*, in Aa.Vv., *Il Nuovo diritto societario*, Torino, 2004, I, p. 216 ss.; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 392 ss.; ID., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni. (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)* in *Riv. Soc.*, 2004, p. 1094 ss.; CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 5-11; LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari*, cit., p. 8 ss.

Il fondamento dell'individuazione di una partecipazione amministrativa sembra riscontrabile nella circostanza che gli strumenti partecipativi tipici della società per azioni, ovvero le azioni, attribuiscono diritti amministrativi che, fino alla riforma del 2003, non erano ascrivibili in nessun modo a soggetti diversi dai soci. Se, quindi, l'attribuzione di diritti amministrativi dovrebbe essere l'elemento che avvicina gli strumenti finanziari partecipativi alle azioni, è proprio nella disciplina di quest'ultime che dovrebbe essere ricavata la definizione di partecipazione intesa in senso "amministrativo". Tuttavia la ricostruzione dogmatica del complesso dei diritti che concorrerebbero nella definizione di una "partecipazione amministrativa" non è di immediata individuazione, dal momento che il legislatore non ne ha fornito una chiara definizione. Essa è ricavabile in senso negativo rispetto ai diritti di natura patrimoniale, come tutti quei diritti riconosciuti, o comunque riconoscibili, ai soci, che non abbiano stretta rilevanza patrimoniale, o perlomeno in cui la rilevanza patrimoniale sia solamente indiretta. Naturalmente in questo ampio catalogo si trovano anzitutto il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, la nomina e la revoca dell'organo amministrativo e dei sindaci (per quanto attiene al modello di società per azioni tradizionale e non invece al monistico e al dualistico), nonché il diritto di opzione. Inoltre può ritenersi incluso in tale macro area un vasto ventaglio di diritti sparsi nel codice che ruotano attorno a quelli appena ricordati quali, ad esempio, il diritto di impugnazione delle delibere assembleari, la denuncia per gravi irregolarità ex art. 2409 c.c., la possibilità di convocazione del consiglio di amministrazione, il diritto a promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e dei sindaci (nel sistema di amministrazione tradizionale), i diritti di informazione e così via¹²⁸. Molti di questi diritti in realtà non rilevano *uti singoli* ma riguardano gli azionisti nel loro complesso, essendo molto spesso esercitabili secondo determinati *quorum*.

Con specifico riferimento agli strumenti finanziari emessi dalle società per azioni, l'espressione "diritti amministrativi" ricorre nel nostro codice agli artt. 2346, 2349, 2351 e 2376. Inoltre non è possibile prescindere dalla definizione contenuta nell'art. 1, comma 6-bis del T.U.F., introdotto a seguito della riforma del 2003, secondo cui per

¹²⁸ All'interno di questo ampio catalogo si ritrovano anche una serie di diritti c.d. "misti", quali ad esempio il diritto di recesso, in quanto foriero sia di istanze patrimoniali – in relazione alla liquidazione della quota – che di profili amministrativi – quale efficace arma in mano alla minoranza per esercitare la propria tutela. Sul recesso come diritto di natura mista, si v. MAFFEZZONI, *La legittimazione all'esercizio del diritto di recesso in caso di pegno di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 869 ss.

"partecipazioni" si intendono «le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque quelli previsti dall'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile» Tale espressione è peraltro utilizzata in modo analogo dall'art. 1, comma secondo, lett. *h-quater*), del T.U.B.

Come già ricordato l'art. 2351 c.c. prevede la facoltà che gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possano essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e, in particolare, ad essi può essere riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Pertanto, secondo l'impostazione dottrina che vede la nozione di "partecipatività" nella sua accezione, per così dire, "amministrativa", il carattere partecipativo dello strumento sarebbe riferito alla possibilità di partecipare alla *governance* della società, in modo simile a quanto previsto per i soci. Tale ricostruzione lascerebbe tuttavia aperto l'interrogativo se a tali strumenti sarebbe possibile attribuire l'ulteriore ventaglio di diritti amministrativi (che normalmente sono di spettanza dei soci) che, come abbiamo pocanzi ricordato, concorrono alla definizione di partecipazione amministrativa in senso negativo rispetto a quella patrimoniale (nonché se eventualmente possano essere attribuiti diritti amministrativi diversi rispetto a quelli previsti per soci)¹²⁹.

Secondo i sostenitori di tale impostazione, la stessa sembra essere avallata da numerosi elementi di carattere testuale in cui i "diritti amministrativi" sono contrapposti ai "diritti patrimoniali", suggerendo quindi di utilizzare il termine "partecipativi" come sinonimo di "amministrativi".

Si richiama anzitutto il testo della Relazione governativa del d.lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003, dove al punto 4, illustrando la norma dettata dall'ultimo comma dell'art. 2346 c.c., ricorda la possibilità che le società emettano "strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi". Sembrerebbe inevitabile, al fine di dare significato alla locuzione appena riportata, ritenere che per la Relazione l'aggettivo "partecipativo" individui diritti amministrativi e non patrimoniali. Del resto, anche facendo un passo indietro e guardando alle precedenti bozze del testo, tale opinione sembrava essere avallata dalla versione del 30 settembre 2002, la quale prevedeva che gli strumenti

¹²⁹ Sul punto torneremo in seguito in occasione dell'analisi della disciplina applicabile agli strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2346 c.c., v., *infra*, Cap. IV.

finanziari potessero essere forniti di diritti patrimoniali o di diritti di partecipazione, escluso il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Inoltre, più in generale nel linguaggio normativo, la valorizzazione del profilo amministrativo e l'irrelevanza di quello patrimoniale all'interno del concetto di "partecipazione" emergerebbe dal dettato dell'art. 2427, 1° comma, n. 19, il quale, nel definire il contenuto della nota integrativa, stabilisce che la stessa «debba indicare il numero e le caratteristiche degli strumenti finanziari emessi dalle società, con l'indicazione dei diritti patrimoniali o partecipativi che conferiscono».

Al di là del dato testuale è opinione di chi scrive che la sostanziale differenza tra strumenti finanziari non partecipativi e non partecipativi non vada rintracciata nella titolarità o assenza di diritti amministrativi ma debba fondarsi sul piano dei diritti patrimoniali attribuibili e, più precisamente, costituisca la proiezione linguistica della tradizionale contrapposizione tra strumenti di capitale di debito e strumenti di capitale di rischio.

Anzitutto, come è stato autorevolmente sostenuto¹³⁰, l'impostazione che traccia la linea di *discrimen* tra strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nell'attribuzione o meno di diritti amministrativi, avrebbe delle conseguenze in qualche modo almeno discutibili sul piano della disciplina applicabile. Aderendo a tale impostazione, infatti, anche strumenti di debito di tipo obbligazionario, laddove attribuiscono diritti amministrativi, dovranno considerarsi "strumenti partecipativi": pertanto dovrà essere loro applicata la disciplina di cui agli artt. 2346, 2349, 2351 e 2376 c.c. D'altro canto tutti gli strumenti finanziari, quali anche le azioni, seppur non dotati di diritti di natura amministrativa ma solamente patrimoniale, sarebbero esclusi dal novero degli strumenti "partecipativi" e, quindi, ad essi dovrebbe essere applicata la disciplina delle obbligazioni. Da tale ricostruzione discenderebbe, quindi, che le azioni di risparmio, ad esempio, non sarebbero più qualificabili come titoli partecipativi nell'accezione sopra descritta, ove private statutariamente di ogni diritto corporativo¹³¹.

In definitiva, in base a tale interpretazione, anche strumenti finanziari inequivocabilmente di capitale, come le azioni prive del diritto di voto o le azioni di

¹³⁰ Cfr. COSTI, *Strumenti finanziari*, cit., p. 731 ss.

¹³¹ In senso problematico riguardo l'inquadramento delle azioni di risparmio, cfr. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali*, cit., p. 136 ss.; TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, cit. p. 1068 ss.

risparmio¹³², dovrebbero essere considerati strumenti finanziari “non partecipativi” e pertanto non dovrebbero soggiacere alle norme dettate in tema di azioni e vincoli al capitale di cui alla sezione V del capo V.

Da queste considerazioni è, inoltre, facilmente desumibile che l’elemento della dotazione dei diritti amministrativi è meramente eventuale sia per le azioni – titoli partecipativi per eccellenza – ma anche per gli strumenti finanziari di cui all’art. 2346, ultimo comma, c.c. In questo senso, infatti, tale articolo prevede che gli strumenti finanziari siano «forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi» sottolineando così la necessità della dotazione di diritti patrimoniali, di qualsiasi tipo, e la mera eventualità della previsione di diritti di *governance*.

In conclusione appare plausibile sostenere che i diritti amministrativi non sono che un elemento accidentale della fattispecie tipica, potendo solo eventualmente attribuirsi in aggiunta ai diritti patrimoniali di rischio, che invece costituiscono un connotato tipologico indefettibile. Ad ulteriore conferma di questa impostazione sta il rilievo che i diritti amministrativi non sono un “bene finale” ma un mezzo a tutela degli interessi patrimoniali incorporati nello strumento, per cui sembra ragionevole credere che la distinzione tra strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi si fondi sugli interessi e non sui mezzi per tutelarli¹³³. È quindi sul piano dei diritti patrimoniali che il legislatore ha individuato lo spartiacque normativo tra le diverse discipline applicabili agli strumenti finanziari.

3. La valenza patrimoniale del concetto di “partecipatività” come partecipazione al rischio di impresa: il mancato diritto al rimborso dell’apporto.

¹³² Può dirsi pacifico che le azioni di risparmio costituiscano “titoli di capitale” dal momento che l’apporto rappresenta comunque un conferimento e viene pertanto computato a capitale sociale, attribuendo la qualifica di socio. Cfr. SPADA, *Le azioni di risparmio. Primo commento alla legge 7 giugno 1974 n. 216*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, p. 600 ss.

¹³³ In questo senso, COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 733.

Come abbiamo avuto modo di ricordare in precedenza nell'ambito dell'analisi della fattispecie azionaria e obbligazionaria a seguito della riforma del 2003¹³⁴, il legame che sembrava inscindibile tra azione e partecipazione all'organizzazione sociale sembra essere stato sensibilmente indebolito. Mi riferisco in primo luogo al principio generale dell'atipicità del contenuto delle azioni, in base al quale è possibile identificare ai due estremi previsti dal legislatore, da un lato, l'azione a voto pieno e, dall'altro, azioni del tutto prive del diritto di voto (senza imporre, per quanto riguarda le società chiuse, alcun bilanciamento sul piano dei diritti patrimoniali)¹³⁵. Quanto appena affermato sembra autorizzare a ridiscutere il carattere comune dell'attività d'impresa ed il rapporto esistente tra i soci nonché, di conseguenza, il ruolo sistematico svolto dell'art. 2247 c.c.¹³⁶. Il corollario dell'azione come partecipazione alla formazione della volontà sociale a seguito della riforma del 2003 comincia a vacillare, tanto che al riguardo qualcuno ha addirittura parlato di «tramonto della nozione di partecipazione sociale come partecipazione all'organizzazione»¹³⁷. In questo senso, quindi, si può dire che il contenuto amministrativo non è più elemento essenziale e imprescindibile della partecipazione azionaria: conseguentemente non appare più proponibile la tesi di chi ravvisa nel potere di concorrere alle decisioni concernenti il governo della società l'elemento caratterizzante l'investimento partecipativo¹³⁸.

Tutto ciò ha determinato una sorta di «crisi del rapporto tra conferimento e potere di partecipazione alla gestione dell'impresa»¹³⁹ da cui scaturisce l'esigenza di ricercare la connotazione tipica della «partecipatività» su un piano diverso dall'attribuzione dei diritti amministrativi.

In questo rinnovato contesto riprende quindi vigore la tesi, già proposta dalla dottrina degli anni sessanta¹⁴⁰, che vede l'elemento distintivo della partecipazione sociale nella

¹³⁴ V., *supra*, Cap. I, §1.

¹³⁵ Si ricorda infatti che per le società quotate l'art. 145, primo comma, T.U.F. prevede ancora che le azioni di risparmio siano «dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale».

¹³⁶ Cfr. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 59 ss.; LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria. Spunti per la riforma*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 139 ss.

¹³⁷ Così GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma*, cit., p. 645.

¹³⁸ Cfr. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, p. 521 ss.; *contra*, FERRI JR., *Finanziamento dell'impresa*, cit., p. 120 ss.

¹³⁹ Così GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma*, cit., p. 645.

¹⁴⁰ Cfr. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, cit. p. 148-149, secondo il quale il tratto comune della partecipazione azionaria dovrebbe essere ravvisato nel diritto patrimoniale a «percepire i proventi cui ogni socio ha proporzionalmente diritto» mentre avrebbero «carattere strumentale le posizioni soggettive c.d. personali del socio, cioè i diritti amministrativi».

partecipazione al rischio di impresa, ovvero ai risultati economici dell'attività d'impresa.

Il tratto caratterizzante della partecipazione azionaria sembra essere, quindi, quello dell'imputazione a capitale sociale del relativo apporto¹⁴¹ e, secondo questa prospettiva, come autorevolmente sostenuto, la partecipazione viene valorizzata «sulla base di un suo ruolo organizzativo ed economico-patrimoniale»¹⁴².

In tale quadro si possono delineare due concetti di partecipazione, uno più ampio, che si riferisce ai risultati economici dell'impresa ed ai poteri che ne possono derivare (nel quale si iscrivono sia le azioni che gli altri strumenti finanziari partecipativi) e, un altro più ristretto, che invece fa riferimento alla figura del capitale sociale, nell'ambito del quale si collocano solo le azioni.

Le critiche evidenziate nel precedente paragrafo alla tesi che ravvisa il fondamento della “partecipatività” nell'attribuzione dei diritti amministrativi e le argomentazioni appena ricordate in relazione alla struttura della società per azioni a seguito della riforma, ci suggeriscono, quindi, di ricercare il carattere partecipativo degli strumenti finanziari nelle prerogative ad esso spettanti sul piano economico. Sembra così possibile attribuire valore pregnante all'espressione “partecipativi” contenuta nell'epigrafe della rubrica della sezione V, del capo V, titolo V del codice civile, quali strumenti avvicinati alle azioni poiché con queste condividono una partecipazione al capitale di rischio, costituendo figure «giuridicamente alternative (ma in larga parte economicamente equivalenti) alla partecipazione azionaria»¹⁴³.

Se è vero che la “partecipatività” degli strumenti finanziari deve essere quindi riferita alla prerogative economiche di cui lo strumento è dotato, è altrettanto vero che anche gli strumenti previsti dall'art. 2411 c.c. possono essere corredati di prerogative economiche che attribuiscono in una certa misura una partecipazione al rischio d'impresa.

Come ricordato in precedenza, questi strumenti, infatti, prevedono non solo il pagamento degli interessi, ma anche il capitale versato, possa essere correlato all'andamento economico della società, assoggettando così il rimborso di tali strumenti alla presenza di eventuali “profitti” della società emittente.

¹⁴¹ Cfr. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 58; COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 732; LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 521.

¹⁴² Così ANGELICI, *Introduzione alla riforma*, cit. p. 19.

¹⁴³ Così ANGELICI, *Introduzione alla riforma*, cit., p. 18.

L'ampio spazio lasciato all'autonomia privata potrà far sì che vengano emessi strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2411 c.c., le cui pretese creditorie siano subordinate a tutti gli altri creditori della società, piuttosto che irredimibili o il cui pagamento degli interessi sia legato all'andamento economico della stessa.

Come è stato correttamente osservato¹⁴⁴, anche per gli strumenti finanziari in cui il rimborso dell'apporto sia condizionato all'andamento economico della società, si può dire siano partecipativi dal punto di vista dei diritti patrimoniali ad essi attribuiti. Tuttavia, sebbene il rendimento e/o il rimborso collegati all'andamento economico della società evocino la partecipazione al rischio d'impresa, ciò non basta a rendere tali strumenti finanziari come "partecipativi".

La correlazione tra l'andamento economico della società e il rendimento o il rimborso dell'apporto di cui all'art. 2411, ultimo comma, c.c. si atteggia, infatti, secondo modalità che non incidono sulla partecipazione all'utile dei soci¹⁴⁵. Non ritengo quindi che gli strumenti finanziari in cui l'entità e i tempi del rimborso del capitale dipendano dall'andamento economico della società costituiscano una specie del più ampio genere degli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c.¹⁴⁶: da questi ultimi gli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'art. 2411 c.c. si distaccano integralmente dal punto di vista della disciplina applicabile, sottoponendoli invece alle regole previste per le obbligazioni. Secondo la tesi che si vuole sostenere, tale equiparazione normativa risponde ad una comunanza di struttura e di prerogative patrimoniali con le obbligazioni di tipo classico, rappresentata fondamentalmente dalla ricorrenza di una forma di rimborso dell'apporto.

In definitiva, la vera distinzione tra gli strumenti finanziari "obbligazionari" ex art. 2411, ultimo comma, c.c. e gli strumenti finanziari "partecipativi" ex art. 2346, ultimo comma, c.c. – fermo restando che non la stessa non possa ravvisarsi nell'attribuzione di diritti amministrativi come precedentemente chiarito – non deriva dalla correlazione tra l'apporto versato e l'andamento economico della società, ma deve ravvisarsi

¹⁴⁴ V., per tutti, SPADA, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 600 ss.

¹⁴⁵ Per un maggiore approfondimento di questo aspetto si rimanda, infra, Cap. V, §5 e Cap. VI, §3.

¹⁴⁶ Nel senso che invece gli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, ultimo comma, c.c. costituiscono un particolare gruppo di strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c., cfr. MIGNONE, sub. art. 2346, 6° comma, cit., p. 250. Nel senso che per gli strumenti finanziari ex art. 2346, ultimo comma, c.c. possano – anzi è normale – condizionare i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società, TOMBARI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 150 cosicché si applicherà unitamente la disciplina di cui agli artt. 2346, ultimo comma, e 2351, ultimo comma e 2376 c.c. e quella prevista per le obbligazioni, in quanto compatibile.

unicamente in un'affinità strutturale, rintracciabile nell'esistenza o meno di un obbligo di rimborso, per quanto condizionato¹⁴⁷.

Tale obbligo, infatti, manca in tutti gli strumenti finanziari emettibili *ex art.* 2346, ultimo comma, c.c., siano essi dotati o meno di diritti amministrativi e, quindi, anche se dotati di soli diritti patrimoniali¹⁴⁸.

Secondo l'opinione prevalente¹⁴⁹, infatti, gli strumenti finanziari *ex art.* 2346, ultimo comma, c.c., possono essere dotati anche di soli diritti patrimoniali. Di fronte a tale possibilità si è quindi costretti a soppesare le prerogative patrimoniali al fine di motivare l'applicazione delle norme di cui alla sezione V (capo V, titolo V) del codice civile in luogo di quelle previste per gli strumenti finanziari obbligazionari.

In questo contesto la nozione di "partecipazione" che caratterizza gli strumenti di cui all'art. 2346, ultimo comma c.c., rispetto agli strumenti di cui all'art. 2411, ultimo comma, c.c., deve essere ricercata all'interno delle prerogative patrimoniali e, pertanto, qualificata, in modo negativo, dall'assenza al rimborso dell'apporto versato alla società. Tanto basta a consentire una netta divergenza sul fronte patrimoniale tra i due strumenti finanziari. In estrema sintesi: nel caso degli strumenti emessi ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c. saranno totalmente escluse forme di rimborso delle risorse attribuite alla società, rimborso che invece costituisce presupposto imprescindibile per l'emissione di strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2411, ultimo comma, c.c.

¹⁴⁷ In questo senso, cfr. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit. p. 25 ss.; COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 735 ss.; NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 53; GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2013, p. 78.

¹⁴⁸ E' stato tuttavia notato da autorevole dottrina, v. ENRIQUES, *Quartum non datur*, cit., p. 166 ss., che in realtà anche le azioni delle volte possono prevedere una forma di rimborso del capitale quando esse siano privilegiate in sede di liquidazione, prevedendosi ad esempio che il valore nominale debba essere rimborsato con preferenza rispetto ai titolari di azioni ordinarie, e conseguentemente, "ciò sarà vero a maggior ragione per gli strumenti finanziari partecipativi privilegiati in sede di liquidazione rispetto alle azioni ordinarie", p. 176. Nello stesso senso anche CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 29, nella parte in cui l'A. pone dei dubbi di classificazione dello strumento che, a fronte di un apporto in denaro, accordi il diritto di partecipare solo in sede di liquidazione della società alla distribuzione dell'attivo residuo, dopo il pagamento di tutti gli altri creditori e con priorità rispetto agli azionisti, "figura che non sembrerebbe differenziabile, sotto questo profilo (non certo sotto quello dell'imputazione a capitale), dall'azione privilegiata ma che potrebbe essere ricostruita altresì come obbligazione irredimibile e subordinata. Anche in questo caso, invero, parrebbe potersi parlare di un diritto al rimborso del capitale", p. 29, nota 60.

¹⁴⁹ Cfr. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 66; NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 53 ss.; PISANI-MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari*, cit., p. 1293; CIAN, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 32; LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, in *Commentario Romano al Nuovo diritto delle società*, diretto da D'ALESSANDRO, II, Artt. 2325-2379-ter, Padova, 2010, *sub. art.* 2348, p. 245 ss.; CIOCCA, *Strumenti finanziari obbligazionari*, cit., p. 24 ss.

Da queste considerazioni derivano naturalmente inevitabili conseguenze in termini di disciplina applicabile anche, ma non solo, con riferimento al profilo dei diritti patrimoniali e amministrativi concretamente attribuibili ai portatori di tali strumenti¹⁵⁰. Inoltre, da questo punto di vista, le differenze tra i due strumenti finanziari saranno notevoli anche in sede di rappresentazione contabile, quale premessa e conseguenza dell'operazione economica sottesa all'emissione degli stessi¹⁵¹.

4. Pluralità di strumenti e pluralità di discipline. Tra autonomia e sovrapposizione.

Nello scenario appena delineato, che nega la ricostruzione unitaria degli strumenti finanziari partecipativi e divide tali strumenti in due macro categorie, da un lato quelli partecipativi e dall'altro quelli obbligazionari, emerge tuttavia un problema di possibile sovrapposizione di fattispecie e, conseguentemente, di coordinamento tra diverse discipline.

In particolare tali problemi muovono dalla –erronea – considerazione che potrebbero essere emessi, da un lato, strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c. dotati di un diritto al rimborso dell'apporto, sia esso pieno o condizionato e, dall'altro, strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2411, ultimo comma, c.c. dotati di diritti amministrativi.

In altre parole, l'ampio spazio lasciato all'autonomia statutaria farebbe salva la possibilità di coniare uno strumento finanziario che appartenga contemporaneamente a entrambe le macro classi sopra esaminate, nel caso in cui lo stesso incorpori congiuntamente sia il diritto al rimborso del capitale (prerogativa degli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, ultimo comma, c.c.) che alcuni diritti amministrativi di cui

¹⁵⁰ Nei successivi capitoli si avrà modo di evidenziare le conseguenze in tema di diritti patrimoniali attribuibili agli strumenti finanziari di tipo partecipativo rispetto agli strumenti non partecipativi, posto che a quest'ultimi non sono attribuibili i diritti amministrativi previsti dall'art. 2351, ultimo comma, c.c. Si rimanda, *infra*, ai Cap. IV.

¹⁵¹ V., *infra*, Cap. III.

all'articolo 2351 c.c. (prerogativa degli strumenti emessi ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c.).

In sintesi, il presupposto di questa ricostruzione si ritrova nell'idea che, sebbene la disciplina delle obbligazioni non contempli l'attribuzione di diritti amministrativi, non può però concludersi che sia interdetto alla società emettere strumenti finanziari dal contenuto patrimoniale analogo a quello dell'obbligazione di tipo classico, seppur dotata di prerogative corporative¹⁵².

Aderendo questa tesi, il rapporto tra gli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, ultimo comma, c.c. e 2346, ultimo comma, c.c. non viene a delinarsi in termini di reciproca autonomia. Si tratterebbe piuttosto «di classi distinte ma il cui insieme di intersezione non è vuoto, esistendo figure ibride sussumibili al contempo entro l'una ed entro l'altra fattispecie»¹⁵³.

Le conseguenze sul piano della disciplina naturalmente sono notevoli. In particolare, secondo alcuna autorevole dottrina la duplice anima di tali strumenti comporterebbe anche la duplice sussunzione sotto il profilo della disciplina applicabile, non comportando l'assoggettamento integrale all'unione dei due corpi normativi, bensì l'applicazione selettiva e funzionale delle porzioni reciprocamente compatibili. In questo senso i due gruppi normativi formalmente isolabili rispettivamente nelle Sezioni V e VII del Capo V, Titolo V, del codice civile, rappresenterebbero dei vasi comunicanti: verrebbero così applicate congiuntamente le norme previste dalla disciplina delle obbligazioni, per quanto riguarda l'aspetto dei limiti all'emissione, e gli artt. 2352 e 2376 c.c., per quanto riguarda i diritti di *governance*, in quanto compatibili¹⁵⁴.

¹⁵² Sono di questo avviso, seppur con impostazioni diverse quanto a disciplina applicabile: CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 37 ss.; LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, *sub art. 2346*, cit., p. 226; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 636 ss.; CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., p. 21 ss.; FERRI JR., *Fattispecie*, cit., p. 811 ss.; SPADA, *Azioni e strumenti*, in *La riforma del diritto societario*, Atti del convegno di Roma, dicembre 2003, a cura del Consiglio Nazionale Notariato, suppl. fascicolo 2/2004, di *Studi e materiali*, Milano, 2004, p. 228.

¹⁵³ Così CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 17.

¹⁵⁴ Cfr. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 28. Secondo l'A. ciò sarebbe possibile in virtù dell'estensione del rinvio effettuato dall'art. 2411, ultimo comma, c.c., la cui funzione viene rintracciata nella volontà del legislatore di sottomettere ai limiti dell'emissione previsti per le obbligazioni tutti gli strumenti finanziari che, trovando propria causa in un'operazione di finanziamento, accordino comunque il diritto alla restituzione del capitale, anche quanto tale diritto non sia certo, ma condizionato all'andamento economico della società. Perviene al medesimo risultato ma utilizzando una ricostruzione diversa, NOTARI, *Le categorie speciali*, cit. Lo stesso CIAN riconosce che la ricostruzione operata da NOTARI non differisce dalla propria in quanto agli esiti applicativi, ma sotto il profilo sistematico, in quanto NOTARI opererebbe sul piano della fattispecie e non su quello della disciplina. Secondo NOTARI,

Più approfonditamente, sia che si considerino strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346, ultimo comma, muniti di diritti amministrativi ma con obbligo di rimborso dell'apporto, sia che si inquadrino come strumenti finanziari obbligazionari dotati di diritti amministrativi, la parziale sovrapposizione delle discipline darà vita ad una regolamentazione combinata che prevedrà l'applicazione: (i) delle regole dettate nella *sedes materiae* degli strumenti finanziari partecipativi per quanto riguarda l'organo competente all'emissione (che non potrà essere quello amministrativo ma quello assembleare, poiché i diritti amministrativi attribuiti a tale strumento comporterebbero delle inferenze con i diritti dei soci), (ii) delle regole dettate in tema di obbligazioni ai fini dell'applicazione dei limiti quantitativi all'emissione degli strumenti finanziari con obbligo di rimborso, e (iii) delle regole dell'una e dell'altra fattispecie temperate tra loro, quali ad esempio la disciplina in tema di assemblea speciale di cui all'art. 2415 c.c. tra le cui competenze però dovranno essere ricomprese anche le decisioni relative alla modificazione *in peius* dei diritti di categoria di cui all'art. 2376 c.c.

Considerando tali strumenti come atipici, il cui contenuto è rimesso all'autonomia privata – non rientrando propriamente né nella categoria degli strumenti finanziari partecipativi, né di quella di cui fanno parte gli strumenti finanziari obbligazionari – si potranno applicare anche i principi in tema di negozi a causa mista.

A simili risultati, in quanto a disciplina applicabile, si potrà giungere infatti sia ricorrendo al criterio dell'applicazione analogica¹⁵⁵, sia che si adotti quello della combinazione tra discipline¹⁵⁶ che, infine, che si segua il criterio della prevalenza o dell'assorbimento¹⁵⁷.

infatti, non è corretto operare una “riduzione teologica” del rinvio normativo operato dall'art. 2411, terzo comma, c.c., essendo invece preferibile semplicemente riconoscere che le nozioni derivanti dal sistema normativo sono in realtà diverse: in questo modo non occorrerebbe alcuna correzione o riduzione del dato legislativo. Non solo, è stato altresì notato dal NOTARI che “il ricorso all'analogia per applicare i limiti quantitativi di cui agli artt. 2412 e 2413 anche agli strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346, comma 6, qualora essi abbiano contenuto patrimoniale con prevalente causa di finanziamento è quantomeno possibile e non così difficoltoso come egli ritiene”, così NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 127 ss., nota 202. Per un'analisi e un raffronto tra le due posizioni, cfr., CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 17, nota 38 e la replica di NOTARI in NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 127 ss., nota 202.

¹⁵⁵ Tale criterio è sostenuto da coloro che negano un'autonomia alla categoria del contratto misto equiparandola ai contratti innominati. Cfr. MESSINEO, *Il contratto in genere*, I, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da CICU-MESSINEO, Milano, 1968, p. 711 ss.; SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, in *Commentario del codice civile*, diretto da SCIALOJA-BRANCA, 1970, p. 44 ss.; BIANCA, *Diritto civile*, III, *Il contratto*, 2000, p. 480 ss.

¹⁵⁶ Il criterio della combinazione comporta che la disciplina del contratto misto sia il risultato della combinazione delle norme di legge dettate per ciascuno dei negozi tipici che lo compongono. Si vedano,

Appare evidente come gli esiti di una simile impostazione siano particolarmente rischiosi da punto di vista della disciplina applicabile soprattutto in termini di certezza del diritto, ma non solo. In questo modo si renderebbe possibile l'elusione di una serie di norme imperative dettate sia in materia di azioni che di obbligazioni.

Come è stato autorevolmente rilevato, «nei fatti, la società che si avventurasse su questa strada molto probabilmente andrebbe incontro, presto o tardi, alla decisione di un tribunale o di un collegio arbitrale, chiamato a risolvere la questione se determinate norme imperative in materia di azioni o di obbligazioni si applichino anche agli strumenti finanziari»¹⁵⁸. Più in particolare, aderendo alla tesi qui non condivisa, sostanzialmente si legittimerebbero nel nostro ordinamento strumenti non previsti dal legislatore ma neanche ricostruibili come strumenti atipici nell'ampio spazio lasciato all'autonomia privata, poiché i presupposti di tale teoria sembrerebbero privi di un chiaro fondamento normativo. In buona sostanza, per dar vita a simili strumenti, delle due l'una: o si ammette la possibilità che anche i titolari di obbligazioni possano essere dotati di diritti amministrativi, quali il diritto di voto su determinati argomenti e la nomina di un membro dell'organo amministrativo o di controllo, o si legittima la creazione di strumenti finanziari partecipativi per i quali sarebbe comunque garantito il rimborso dell'apporto. Entrambe le strade non appaiono totalmente corrette.

Difatti, se si crede nella validità della teoria che avvicina gli strumenti finanziari partecipativi alle azioni sotto il profilo patrimoniale e per questo li distingue dalle obbligazioni e dagli strumenti finanziari obbligazioni, la creazione di strumenti finanziari partecipativi dotati di un diritto al rimborso, nell'accezione di "partecipatività" sopra ricostruita – ovvero quella di partecipazione al rischio di impresa – finirebbe per legittimare strumenti finanziari "partecipativi-non partecipativi".

In altre parole è come se si ammettessero strumenti finanziari che partecipano al rischio di impresa ma senza partecipare al rischio di impresa. Il ché è di per sé un ossimoro.

Inoltre percorrendo questa strada si lascerebbe spazio alla possibilità che, a questo punto, anche le azioni potrebbero essere dotate di obbligo al rimborso del conferimento.

tra gli altri, BARBERO, *Sistema istituzionale del diritto privato italiano*, I, Torino, 1958, p. 428 ss.; CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico del diritto privato italiano*, Napoli, 1956, p. 206 ss.

¹⁵⁷ Secondo tale criterio al contratto misto dovrà essere applicata la disciplina della fattispecie negoziale la cui funzione risulti in concreto prevalente, v. per tutti, DINIER, *Il contratto in generale*, Milano, 2001, p. 22 ss.; in giurisprudenza, Cass., 22 marzo 1999, n. 2661, in *Contratti*, 1999, p. 992 ss.

¹⁵⁸ Così, ENRIQUES, *Quartum non datur*, cit., p. 178.

L'alternativa, per non incorrere in tale rischio, sarebbe quella di non considerare gli strumenti finanziari partecipativi assibilibili al capitale azionario dal punto di vista dei diritti patrimoniali, ma solamente da quello dei diritti amministrativi, teoria che però, come esaminato in precedenza¹⁵⁹, non ritengo condivisibile.

D'altro canto, la possibilità che gli obbligazionisti possano essere dotati di diritti amministrativi, anche se corroborata dalla presenza di una clausola statutaria in questo senso, non sembra allo stato legittima nel nostro ordinamento, seppur non totalmente priva di fondamento¹⁶⁰.

L'articolo 2411, ultimo comma, c.c., richiamando *in toto* la disciplina delle obbligazioni, pone un importante limite all'autonomia privata, ovvero quello che, ad eccezione dei diritti amministrativi funzionali all'organizzazione di categoria *ex art.* 2415 c.c., i diritti attribuiti all'obbligazionista – e conseguentemente anche ai portatori di strumenti finanziari obbligazionari – devono essere sempre e solo di natura patrimoniale, mai amministrativa e, comunque, deve trattarsi sempre di diritti che non interferiscono con i diritti attribuiti ai soci, se non per i casi tassativi elencati all'art. 2415 c.c.¹⁶¹.

Attribuendo agli strumenti finanziari obbligazionari diritti amministrativi, quali il diritto di voto su determinati argomenti e il diritto di nominare un membro dell'organo amministrativo o di controllo, si finirebbe per svuotare di qualsiasi contenuto la disciplina prevista per le obbligazioni in tema di rappresentante comune e di assemblea speciale di categoria.

In definitiva ritengo, quindi, che il nostro ordinamento abbia ad oggi mantenuto fermo – nonostante l'introduzione di strumenti finanziari partecipativi – il principio secondo cui solo chi partecipa al rischio di impresa può essere dotato di poteri di *governance* nella società. Solo chi rischia infatti può avere potere, poiché solo questo sopporta in ultima istanza il rischio derivante da eventuali scelte sbagliate di gestione.

In questo senso il legislatore ha inteso avvicinare i portatori di strumenti finanziari partecipativi alle azioni, poiché essi pur non essendo a tutti gli effetti dei *residual*

¹⁵⁹ V., *supra*, Cap. II, §2.

¹⁶⁰ Sull'opportunità che anche le obbligazioni che rappresentino finanziamenti di lunga durata, quali i portatori di obbligazioni irredimibili, possano essere dotate di limitati diritti di voto o comunque di diritti a contenuto amministrativo funzionale al monitoraggio e al controllo, anche prima della riforma, cfr. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit. p. 149 ss.

¹⁶¹ Evidenzia questo limite GIANNELLI, *Commento all'art. 2411 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Milano, 2008, p. 29.

claimant, sono pur sempre soggetti che non possono vantare un diritto di credito verso la società e, pertanto, si collocano nella scaletta delle perdite un attimo dopo degli azionisti e sempre prima degli obbligazionisti.

In buona sostanza il carattere “partecipativo” degli strumenti finanziari *ex art. 2346 c.c.* (e quindi la loro assimilazione alle azioni) giustifica rimedi di tipo “endosocietario”, e perciò solo agli stessi possono spettare diritti amministrativi ulteriori a quelli di controllo sull’andamento della gestione, tra cui assume particolare significato, anche in chiave di tutela degli interessi del capitale non azionario, il diritto di nomina di un componente dell’organo di amministrativo o di controllo della società¹⁶². Per questa ragione si è deciso di dotare i portatori di tali strumenti di prerogative amministrative, che possono esserci o possono anche mancare (al pari di quello che avviene per gli azionisti) ma che, per lo stesso motivo, non possono invece essere attribuite agli obbligazionisti e, conseguentemente ai portatori di strumenti finanziari obbligazionari, seppur il loro apporto sia strettamente legato all’andamento economico della società.

Credo, quindi, che la riforma del 2003 sancisca il principio secondo cui la partecipazione al rischio di impresa è condizione necessaria, ma non sufficiente, per l’attribuzione di diritti amministrativi che esulino dal mero controllo sull’andamento della gestione: ciò significa che solo chi partecipa al rischio d’impresa “può”, ma non necessariamente “deve”, disporre del potere di governo della società. Questo principio risulta pacifico sia per le azioni (stante la possibilità di emettere azioni prive del diritto di voto nei limiti della metà del capitale sociale) sia per gli strumenti finanziari partecipativi, ai quali potrà essere attribuito il diritto di voto su determinati argomenti specificatamente indicati (purché venga esercitato al di fuori dell’assemblea generale degli azionisti) e il diritto di nomina di un componente dell’organo amministrativo o di controllo.

In conclusione, la principale differenza rinvenibile tra strumenti finanziari partecipativi e strumenti finanziari obbligazionari è la stessa che vi è tra “capitale” e “debito”, la quale sembra cogliersi nella natura stessa della pretesa: «la pretesa azionaria è fisiologicamente eventuale, mentre quella obbligazionaria è certa e solo

¹⁶² Circa la facoltà da parte dei titolari di strumenti finanziari partecipativi di nominare un amministratore o un componente del consiglio di sorveglianza, sia in funzione del monitoraggio e dell’informazione sulla gestione dell’impresa, sia al fine di assicurare la presenza di un amministratore nel consiglio che tenga in considerazione anche gli interessi dei titolari degli strumenti finanziari, cfr. TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi”*, cit., p. 159.

patologicamente eventuale»¹⁶³, nel senso che la restituzione e la remunerazione sono sempre dovute, salvo il caso dell'inadempimento in senso tecnico e dell'insolvenza. Ritengo pertanto che l'ampio spazio lasciato all'autonomia privata nella modulazione delle caratteristiche degli strumenti finanziari debba comunque rispettare questo limite fondamentale, poiché altrimenti si correrebbe il rischio di lasciare a tali strumenti la natura di categoria residuale a cui affidare la funzione di rimediare all'anelasticità della fattispecie azionaria e obbligazionaria, elasticità che in realtà – come abbiamo avuto modo di evidenziare – è stata già notevolmente ampliata dalla riforma. In altre parole, gli strumenti finanziari, siano essi partecipativi e non partecipativi, non possono in alcun modo valere a “surrogare” l'elasticità della fattispecie azionaria e obbligazionaria, “pena l'inefficienza dei tipi principali e lo smarrimento dei caratteri tipologici delle varie specie di finanziamento sottostanti agli strumenti”¹⁶⁴.

¹⁶³ Così LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 146.

¹⁶⁴ Così LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 151.

5. La *summa divisio* tra provvista di capitale di rischio e provvista di capitale di credito

Dalla pagine che precedono è emerso che le diverse tipologie di strumenti finanziari previsti nel codice possono essere distinte a seconda che essi costituiscano operazioni di provvista di capitale di debito o di rischio.

Ritengo, quindi, che gli strumenti finanziari previsti dalla riforma non possano essere considerati quali *terzum genus*, categoria ibrida a metà strada tra le azioni e le obbligazioni, e che neppure nell'ampio spazio lasciato all'autonomia privata ci si possa spingere fino al punto di creare strumenti che contravvengono principi inderogabili previsti dall'ordinamento.

La distinzione fondamentale tra capitale di rischio e capitale di credito non risulta essere stata sovvertita nel nostro codice civile ma, al contrario, continua a mantenere un significato da cui non si può prescindere. Sebbene il legislatore abbia introdotto degli strumenti in grado di sfumare la linea di confine tra il finanziamento di debito e il finanziamento di capitale, la differenza fondamentale tra le due categorie rimane comunque ferma.

Tra le operazioni di provvista di capitale di rischio andranno ricondotte quelle operazioni di investimento che si posizionano al di fuori del rapporto creditorio, nelle quali cioè l'investitore non acquista un diritto al rimborso di un nominale, ma il valore dell'apporto confluisce nel patrimonio della società subendone le sorti, con la conseguente sottoposizione dell'investimento al rischio di impresa della società. Al contrario, nell'ambito delle operazioni di provvista di capitale di debito andranno ricondotte tutte quelle operazioni che consistono in un finanziamento soggetto a rimborso, per quanto condizionato nel *quando* e nel *quantum*, ma non nell'*an*.

Tutti gli apporti devono, pertanto, essere necessariamente ricondotti nell'una o nell'altra macro-categoria per il semplice motivo che ancora oggi esistono nel nostro ordinamento principi che non possono essere derogati: da un lato, quello dell'equilibrio tra capitale proprio e capitale altrui e, conseguentemente, i limiti all'indebitamento di cui all'art. 2412 c.c. – seppur con molte eccezioni tipizzate dal legislatore, non suscettibili di essere ampliate o derogate da parte dell'autonomia privata – e, dall'altro, il principio della

correlazione tra rischio e potere di controllo, che trova esplicazione sia in un'apposita disciplina prevista in tema di obbligazioni dagli artt. 2415-2419 c.c., sia nelle norme dettate in tema di azioni e diritti di voto, tra cui appare emblematico l'art. 2351, secondo comma, c.c.

Muovendo da questi presupposti, anche all'interno degli strumenti finanziari deve essere operata la stessa distinzione, proprio in base alla natura "partecipativa" o meno degli stessi. Le diverse discipline previste per tali distinte fattispecie di strumenti finanziari sono coerenti se riferite alle istanze che ciascuna esprime.

La disciplina delle obbligazioni, con la sua portata inderogabile sia in termini di tutela degli investitori che di equilibrio economico-finanziario, si impone ogni qualvolta che la società realizzi un'operazione di prestito. Le stesse istanze di tutela non si ravvisano, invece, nel caso in cui gli strumenti finanziari siano ascrivibili al di fuori del paradigma credito-debito e costituiscano invece strumenti di finanziamento nel capitale di rischio. In questo caso si giustifica la scelta del legislatore di predisporre unicamente una disciplina di cornice, quali gli artt. 2346, ultimo comma, 2349 2° comma, 2351, 5° comma e 2376 c.c., lasciando ampio spazio all'autonomia statutaria, con le relative implicazioni in materia di organo competente all'emissione¹⁶⁵, gli eventuali diritti amministrativi ad essi attribuibili e la mancata predisposizione di meccanismi di tutela analoghi a quelli previsti per gli strumenti finanziari assimilabili alle obbligazioni, che in questo caso, invece, vengono affidati alla contrattazione tra società e investitori.

La provvista di capitale di rischio può allora consistere in tutte le utilità suscettibili di conferimento nella società per azioni ex art. 2342 c.c. (denaro, beni in natura, crediti) nonché in altre utilità non conferibili, tra cui le prestazioni d'opera e servizi (ex art. 2346, ultimo comma, c.c.) considerando che questi beni non entreranno comunque a far parte del capitale sociale. La provvista del capitale di debito consisterà invece esclusivamente in apporti in denaro¹⁶⁶ e potrà essere effettuata tramite obbligazioni, strumenti finanziari comunque denominati ai sensi dell'art. 2411, ultimo comma, c.c.

¹⁶⁵ L'art. 2346, ultimo comma, c.c., infatti, subordina, ad una preventiva previsione statutaria l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, da cui si ricava anche la competenza dello statuto o di una successiva delibera dell'assemblea straordinaria. Cfr. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., 27 ss.; NOTARI, *Le categorie di azioni*, cit., p. 631; GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2006, I, p. 163 ss.. Per una trattazione sul punto v., *amplius, infra*, Cap. IV, §3.

¹⁶⁶ Sia le obbligazioni che gli strumenti finanziari ex art. 2411, ultimo comma, c.c., possono emettersi solo a fronte di apporti di denaro, sul punto, cfr. GIANNELLI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, cit., p. 169; TOMBARI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 389 ss.

nonché tramite gli strumenti finanziari di partecipazione ad uno specifico affare di cui all'art. 2447-ter, comma 1, lett. e) c.c.

La suddetta distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito contribuisce a far luce sulla causa dell'attribuzione delle risorse alla società, consentendo l'individuazione di una cornice normativa necessaria tutte le volte in cui si riscontrino delle lacune nella regolamentazione convenzionale dell'operazione. Infatti, come sopra ricordato, nell'ampia libertà riconosciuta sul piano negoziale nella modulazione dei contenuti degli strumenti finanziari viene fatta salva l'applicazione di alcune regole generali previste dall'ordinamento non solamente sotto il profilo del diritto societario. Dall'idoneità delle risorse ad incrementare il capitale di rischio o di credito dipendono, ad esempio, l'applicazione di una precisa disciplina di carattere contabile e fiscale degli apporti nonché l'applicazione della regolamentazione prevista dal T.U.B. in tema di raccolta del risparmio.

In particolare, l'art. 11 del T.U.B. definisce come raccolta del risparmio l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma e vieta tale attività a soggetti diversi dalle banche ad eccezione dei casi previsti dal comma 4, in cui prevede che tale divieto non si applichi, tra l'altro, alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od *altri strumenti finanziari* (art. 11, comma 4, lett.c)). Lo stesso articolo al comma 4-bis), introdotto a seguito della riforma del diritto societario, demanda al Comitato Interministeriale per il credito e il risparmio (di seguito "CICR") i criteri per l'individuazione degli strumenti finanziari, comunque denominati, la cui emissione costituisce raccolta del risparmio.

Ai sensi dell'art. 3, comma 1, della delibera CICR del 19 luglio 2005, «costituiscono strumenti finanziari di raccolta del risparmio le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari che, comunque denominati e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi, contengono un obbligo di rimborso ai sensi dell'art. 1» della stessa delibera. L'art. 1 infatti chiarisce che «non costituisce rimborso la partecipazione a una quota degli utili netti o del patrimonio netto risultante dalla liquidazione dei beni dell'impresa o relativi all'affare in relazione ai quali i fondi sono stati acquisiti». Inoltre, a livello di disciplina, viene previsto dall'articolo 4, comma 1, che «l'importo complessivo delle emissioni di strumenti finanziari

di raccolta di cui all'art. 3, effettuate da società per azioni e in accomandita per azioni e da società cooperative, comprese quelle indicate al comma 2, non deve eccedere il limite previsto dall'art. 2412, primo comma, del codice civile; alle suddette emissioni si applicano le deroghe previste dallo stesso articolo del codice civile».

Appare evidente come le norme appena richiamate, oltre a delineare l'ambito di applicazione della regolamentazione in tema di raccolta di risparmio tra il pubblico, risultino molto utili ai fini della ricostruzione sistematica degli strumenti finanziari previsti dal nostro codice, confermando la tesi sostenuta nelle pagine che precedono. Infatti, anche il legislatore del T.U.B. ha inteso attribuire un'importanza fondamentale all'aspetto economico, segnando quale linea di *discrimen*, l'obbligo di rimborso dell'apporto¹⁶⁷.

In sintesi solo gli strumenti finanziari *ex art.* 2411, ultimo comma, c.c., ovvero quelli dotati di un diritto al rimborso costituiscono strumenti di raccolta del risparmio, mentre non vi rientrano gli strumenti emessi ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c.

A tale riguardo si potrebbe tuttavia obiettare che la delibera CICR appena ricordata, pur fondando la distinzione tra strumenti finanziari che costituiscono raccolta di risparmio tra il pubblico e quelli che invece non costituiscono raccolta di risparmio nell'esistenza di un obbligo di rimborso del capitale apportato – e non dall'eventuale presenza di diritti amministrativi – non sembra escludere la possibilità che strumenti di tipo obbligazionario siano dotati di diritti amministrativi, in parziale contraddizione con quanto affermato nelle pagine che precedono. Credo tuttavia che l'espressione utilizzata nell'art. 3, ovvero “a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi” sia da intendersi in senso negativo, come finalizzata ad escludere che la summenzionata distinzione tra strumenti di raccolta del risparmio e non, possa rintracciarsi nella presenza di diritti di natura amministrativa, ma al contrario nell'esistenza o meno presenza un diritto di rimborso dell'apporto, caratteristica che discende la natura di prestito degli strumenti che soggiacciono a tale disciplina.

¹⁶⁷ In generale sulla tematica della raccolta di risparmio tra il pubblico attraverso gli strumenti finanziari introdotti dalla riforma del diritto societario, v. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, cit., p. 470 ss. Per quanto concerne la nozione di raccolta di risparmio e il diffuso convincimento della dottrina che individua nell'obbligo di rimborso l'elemento fondamentale, cfr. TROIANO, *La disciplina della raccolta del risparmio del d.lgs. n. 481 del 14 dicembre 1992*, in AA.VV., *Il recepimento della II direttiva CEE in materia bancaria*, a cura di CAPRIGLIONE, Bari, 1993, p. 205 ss.; COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2001, p. 186 ss.

Sotto questo profilo è doveroso notare, invece, come la disciplina del T.U.F. in tema di offerte pubbliche di acquisto e di scambio si applichi solamente agli strumenti finanziari che, oltre ad essere negoziati o negoziabili – ai sensi dell’art. 1, comma 2 – siano dotati di diritti amministrativi. In particolare, se l’art. 101-bis stabilisce che, ai fini del capo II (Offerte pubbliche di acquisto o di scambio) e dell’art. 123-bis (Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari), per "titoli" si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell’assemblea ordinaria o straordinaria, l’art. 105, secondo comma, prevede che ai fini della sezione relativa alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, per partecipazione si intende «una quota [...] dei titoli emessi da una società [...] che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza». In buona sostanza, mentre l’art. 101-bis) rende applicabili i principi generali agli strumenti dotati di diritto di voto, anche limitato (ma pur sempre nell’assemblea ordinaria o straordinaria), l’art. 105 implica l’inclusione dei titoli, anche non azionari, legittimati al voto in materia di nomina e revoca dell’organo di amministrazione, nel novero delle partecipazioni rilevanti al superamento della soglia del trenta per cento che determina l’obbligo di promuovere l’OPA totalitaria (art. 106). Inoltre, più in generale, viene sancita la rilevanza degli strumenti dotati di diritti amministrativa per quanto concerne il computo delle partecipazioni a cui siano applicabili gli art. 107-112 T.U.F.

La *ratio* delle norme in questione non è però da rintracciarsi nella volontà di distinguere tra strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, ovvero nella distinzione tra strumenti di capitale rischio e strumenti di capitale di debito, ma quella di equiparare il ruolo degli strumenti partecipativi non azionari all’azione, ove essi siano dotati di diritti di tipo amministrativo tali da influenzare in maniera rilevante la vita della società e conseguentemente applicare la relativa disciplina.

Tornando a quel che interessa in questa sede, ovvero la distinzione tra strumenti di capitale di rischio e strumenti di capitale di debito e le conseguenze sulla disciplina ad essi applicabile (non solo nel codice civile ma anche nella regolamentazione complementare), appare doveroso ricordare la regolamentazione di tipo contabile e fiscale.

Rimandando al prossimo capitolo uno specifico approfondimento sulla rappresentazione contabile degli strumenti finanziari, è interessante notare come anche il legislatore tributario si sia focalizzato sull'assimilazione degli strumenti in parola alle azioni o alle obbligazioni. A tale proposito possiamo ricordare che ai sensi dell'art. 44, comma secondo, del d.P.R. 21 dicembre 1986, n. 917 e successive modificazioni (ovvero il Testo Unico delle Imposte sui Redditi, di seguito T.U.I.R.), la distinzione dei redditi opera tra i redditi di capitale ed assimilati e redditi da titoli similari alle obbligazioni. In questo senso, la lettera a) dell'articolo 44, secondo comma, considera "simili alle azioni" quegli strumenti «la cui remunerazione è costituita totalmente dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o dell'affare in relazione al quale i titoli e gli strumenti finanziari sono stati emessi»¹⁶⁸, mentre la lettera c) chiarisce che sono titoli similari alle obbligazioni quelli «che contengono l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, con o senza la corresponsione di proventi periodici e che non attribuiscono ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione dell'impresa emittente o dell'affare in relazione al quale siano stati emessi, né di controllo sulla gestione stessa».

¹⁶⁸ In questo caso si rende applicabile il regime dell'esenzione IRES alle plusvalenze realizzate per effetto della loro cessione (art. 87 T.U.I.R.), mentre gli utili corrisposti risultano indeducibili (art. 109, comma 9, T.U.I.R.) per la società emittente, in quanto rappresentano un reddito da capitale e non costi da indebitamento.

CAPITOLO III

La raffigurazione contabile nel bilancio della società emittente

1. La raffigurazione contabile degli strumenti finanziari nel bilancio della società emittente: tra debito e patrimonio netto

Terminata l'opera di inquadramento sistematico degli strumenti finanziari occorre verificare se, ed eventualmente in che modo, il bilancio riflette tale impostazione. Si può iniziare affermando che in realtà la rappresentazione contabile sia in un certo senso il presupposto e la conseguenza dell'operazione posta alla base dell'emissione di strumenti finanziari: il presupposto perché non c'è dubbio che al fine di verificare la tenuta di una certa operazione è necessario esaminare il loro inquadramento dal punto di vista contabile – pertanto i tratti tipici dello strumento finanziario verranno disegnati sulla base del tipo di collocazione che si vuole dare allo stesso, di *equity* o di *debt* – e la conseguenza naturalmente perché a seconda delle caratteristiche dello strumento finanziario posto in essere, in particolare in tema di diritti patrimoniali ad esso attribuiti, si provvederà alla loro raffigurazione a livello contabile.

La questione del trattamento contabile degli strumenti finanziari nel bilancio della società emittente è quindi direttamente collegata sia alla natura giuridica dello strumento che alla tipologia dell'apporto¹⁶⁹.

Ripercorrendo quanto esaminato nelle pagine che precedono, emerge l'interrogativo di base, incentrato sul diverso rapporto giuridico sotteso all'emissione degli strumenti finanziari, ovvero il rapporto che si instaura tra la società emittente e il sottoscrittore dello strumento, ed in particolare se gli strumenti finanziari si possano distinguere nelle due macro-categorie degli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, quali strumenti di capitale di rischio e strumenti di debito.

¹⁶⁹ Tale questione è stata oggetto di un attento dibattito dottrinale le cui soluzioni sono molto diverse a seconda delle ricostruzioni sistematiche degli strumenti finanziari che si sono poste alla base. Sulla tematica della raffigurazione contabile, cfr. BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 29 ss.; TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, I, pp. 456 e ss.; NOTARI-GIANNELLI, *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c., cit.*, p. 110 ss.

Ritengo che per quanto riguarda la rappresentazione contabile degli strumenti finanziari cosiddetti “ibridi” emerga ancor più significativamente la *summa divisio* precedentemente richiamata tra *equity* e *debt*, poiché, sebbene i confini tra le varie fattispecie a livello dei diritti ad esse attribuiti possano essere sempre più sfumati e spesso dai contorni incerti, in ogni caso dovrà scegliersi se classificare gli strumenti in bilancio tra i mezzi propri – quindi nel patrimonio netto – oppure tra i debiti della società – ossia nel passivo c.d. reale. D’altro canto, nel mezzo non è infatti possibile rinvenire una zona grigia, quantomeno dal punto di vista contabile.

In altre parole nel bilancio, ed in particolare nel passivo dello stato patrimoniale, non è ammessa una terza voce che si trovi in una via mediana tra il patrimonio netto e i debiti¹⁷⁰, pertanto tutti gli strumenti, o meglio le varie componenti patrimoniali di cui essi si compongono nel caso in cui siano diverse, dovranno essere appostate nell’una o nell’altra sezione.

Certamente, considerando le diverse cause sottostanti l’emissione di strumenti finanziari¹⁷¹ unitamente alla varietà tipologica delle entità che possono formare oggetto dell’apporto, si possono prospettare situazioni differenti a seconda del carattere partecipativo o meno dello strumento finanziario concretamente posto in essere.

Il problema principale sarà allora quello di inquadrare in modo corretto gli apporti in base alla natura dello strumento, in modo da evitare una falsa rappresentazione contabile basata sul carattere più o meno “ibrido” di tali strumenti.

Un’errata contabilizzazione degli strumenti finanziari potrebbe infatti comportare conseguenze disastrose sul bilancio della società emittente. In particolare si pensi, ad esempio, al caso di uno strumento finanziario rappresentativo di un titolo di massa con diritto al rimborso del capitale e una percentuale fissa di interessi ad determinata scadenza ma che condiziona i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento

¹⁷⁰ L’art. 2424 c.c. infatti prevede che le voci del passivo dello stato patrimoniale siano le seguenti: A) Patrimonio netto (I - Capitale, II - Riserva da soprapprezzo delle azioni, II - Riserve di rivalutazione, IV - Riserva legale, V - Riserve statutarie, VI - Riserva per azioni proprie in portafoglio, VII - Altre riserve, distintamente indicate, VIII - Utili (perdite) portati a nuovo, IX - Utile (perdita) dell’esercizio), B) Fondi per rischi e oneri (1) per trattamento di quiescenza e obblighi simili, 2) per imposte, anche differite, 3) altri); C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato; D) Debiti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l’esercizio successivo (1) obbligazioni, 2) obbligazioni convertibili, 3) debiti verso soci per finanziamenti, 4) debiti verso banche, 5) debiti verso altri finanziatori, 6) acconti, 7) debiti verso fornitori, 8) debiti rappresentati da titoli di credito, 9) debiti verso imprese controllate, 10) debiti verso imprese collegate, 11) debiti verso controllanti, 12) debiti tributari, 13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale, 14) altri debiti); E) Ratei e risconti, con separata indicazione dell’aggio su prestiti.

¹⁷¹ Sulle diverse cause sottostanti l’emissione di strumenti finanziari, v., *infra*, Cap. IV, §2.

economico della società. In questo caso si potrebbe decidere di destinare lo strumento finanziario al patrimonio netto della società dal momento che il titolare dello strumento potrebbe non ricevere nulla alla scadenza del titolo laddove la società si trovi in una perdita tale da non consentire neppure in minima parte il rimborso del capitale. In tal modo la società risulterebbe maggiormente patrimonializzata e molto probabilmente si andrebbe a diminuire la leva finanziaria. Tuttavia tale rappresentazione risulterebbe non veritiera laddove alla scadenza del titolo la società abbia prodotto utili e si trovi, quindi, nella condizione di dover rimborsare al portatore dello strumento finanziario, in tutto o in parte, l'ammontare versato più gli interessi maturati sino a tale data. Naturalmente nel caso ad esempio di operazioni di strutturazione del debito si avrà tutto l'interesse della società emittente ad inquadrare lo strumento finanziario quale strumento di *equity* e non di debito, ma in tal caso dovranno essere verificate le caratteristiche concrete dello strumento. Appare evidente quindi come tali strumenti, dato l'ampio spazio lasciato all'autonomia statutaria nel definire il contenuto e la forma degli stessi, si prestino facilmente ad essere utilizzati con finalità elusive rispetto ai principi di corretta e veritiera rappresentazione contabile.

Per tale motivo occorre ritracciare un criterio unanime in base al quale stabilire, in primo luogo, se lo strumento debba essere apposto tra le voci del patrimonio netto o tra i debiti della società. Tale criterio, se si sceglie di adottare l'inquadramento sistematico esposto nel presente lavoro, dovrà essere rappresentato dalla previsione nel regolamento dello strumento di un diritto al rimborso dell'apporto ad una determinata scadenza, sia essa di breve o di lungo termine (ma non coincidente con lo scioglimento della società), sia pure incerto poiché legato all'andamento economico della società. In tal caso lo strumento finanziario andrà rappresentato nel bilancio della società emittente quale voce di debito verso terzi. Laddove invece il regolamento preveda semplicemente un diritto al riparto in sede di liquidazione in aggiunta ad altri diritti di natura patrimoniale più o meno legati all'andamento economico della società, ma senza la definizione di un diritto al rimborso dell'apporto a favore del portatore dello strumento finanziario ad una scadenza predefinita, tale strumento potrà essere ragionevolmente collocato tra le voci del patrimonio netto della società. Ancora una volta, quindi, dovrà essere riproposta la distinzione esposta nelle pagine che precedono tra gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi.

Se la rappresentazione contabile rappresenta un aspetto fondamentale nello studio degli strumenti finanziari che manifesta tratti peculiari degni di approfondimento – i quali verranno separatamente descritti nei successivi paragrafi distinguendo tra strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi per i motivi sopra esposti – un ulteriore profilo di rilievo è rappresentato dall'informazione contabile che deve essere resa sulle operazioni relative a tutti gli strumenti finanziari, indipendentemente dalle loro caratteristiche. L'articolo 2427, primo comma, n. 19, c.c., infatti, richiede che sia fornita indicazione de «il numero e le caratteristiche degli strumenti finanziari emessi dalla società, con l'indicazione dei diritti patrimoniali e partecipativi che conferiscono e delle principali caratteristiche delle operazioni relative».

La nota integrativa si potrebbe limitare, quindi, anche con riguardo ai titoli di cui all'articolo 2346, ultimo comma c.c., a contemplare l'informativa inerente alle loro principali caratteristiche ed alla tipologia dei diritti da essi incorporati.

Tuttavia una descrizione così strutturata, pur soddisfacendo il dettato legislativo contemplato dal codice, non assicura un trasparente ed esaustivo messaggio informativo. Invero, lo stesso principio OIC 1 precisa come le indicazioni relative alle “principali caratteristiche delle operazioni” debbano, ovvero possano includere, in linea generale, i dati quali-quantitativi dell'apporto, le modalità di trasferimento e/o circolazione degli strumenti emessi, le condizioni per l'emissione, come pure altri aspetti più significativi connessi con la loro regolamentazione (ad esempio, le eventuali sanzioni previste in ipotesi di mancato adempimento dell'apporto da parte dei soggetti titolari degli strumenti). Al fine di soddisfare le esigenze informative minime in relazione agli strumenti finanziari partecipativi ritengo che sia pertanto necessario indicare nel modo più preciso possibile le caratteristiche ad essi attribuite dal relativo regolamento e dallo statuto.

Infine, sempre in tema di informativa, il nuovo art. 2427-*bis* c.c., introdotto dal decreto legislativo n. 394/2003, che recepisce, con effetto dai bilanci relativi al 2005, la direttiva 2001/65/CE, ha previsto che nella nota integrativa siano indicati per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati: (i) il loro *fair value* e (ii) le informazioni sulla loro entità e sulla loro natura. Sul tema del *fair value* si tornerà più approfonditamente nel paragrafo dedicato ai principi contabili internazionali¹⁷².

¹⁷² V., *infra*, Cap. III, §5.

2. *Segue. La rappresentazione contabile degli strumenti finanziari di tipo “obbligazionario”*

Laddove gli strumenti finanziari incorporino un'operazione di finanziamento con obbligo di rimborso, in cui venga quindi previsto un diritto alla restituzione dell'apporto, è naturale affermare che la società risulterà debitrice nei confronti del titolare dello strumento finanziario e, conseguentemente, analogamente a quanto disposto per i titoli obbligazionari, dovrà essere iscritta una voce di *debito* nel passivo dello stato patrimoniale (lettera D) del passivo), costituita dall'ammontare del debito nella misura in cui non sia stato ancora rimborsato. Riprendendo quanto già brevemente accennato nel precedente paragrafo, questo stesso discorso può essere esteso anche a tutti gli strumenti finanziari che attribuiscono al possessore non un diritto certo alla restituzione della totalità capitale prestato, bensì condizionato all'andamento economico della società ai sensi dell'art. 2411, ultimo comma, c.c. e, in generale, a tutte quelle situazioni di natura “non partecipativa”¹⁷³ assoggettate alla disciplina delle obbligazioni. In tali casi, come è stato già precedentemente evidenziato¹⁷⁴, la natura di titoli di debito non viene compromessa né dal rischio riguardante la remunerazione dell'apporto, né dall'eventuale postergazione rispetto ad altri creditori, né dalla circostanza che i tempi e entità del rimborso del capitale siano legati all'andamento economico della società. In ogni caso, infatti, si tratterebbe di apporti aventi natura di finanziamento, i quali, pur potendo subire perdite durante la gestione corrente, sono destinati ad essere restituiti e, per tale ragione, dunque, dovrà essere appostata una voce di debito in bilancio, anche se il valore medesimo potrà subire delle oscillazioni in base all'andamento della gestione¹⁷⁵.

¹⁷³ In realtà tali strumenti potrebbero essere considerati comunque partecipativi dal momento che subiscono il rischio di impresa, poiché il rimborso, essendo collegato all'andamento economico della società, potrebbe anche mancare del tutto nel caso in cui la società si trovi in una situazione di perdita tale da non garantire neppure in minima parte, non solo la remunerazione dell'apporto, ma anche il capitale. Tuttavia, nell'accezione identificata nelle pagine che precedono, v. *supra*, Cap. II, la natura partecipativa andrebbe identificata nella mancata previsione nel regolamento dello strumento, seppur astrattamente, di un diritto al rimborso ad una determinata scadenza (e non, sia chiaro, in sede di liquidazione della società).

¹⁷⁴ Sul punto, v. *supra*, Cap. II, §4.

¹⁷⁵ Sul punto sembra concordare la maggioranza della dottrina. Del resto, indipendentemente dalla ricostruzione sistematica operata in tema di strumenti finanziari, appare pacifico che qualora la causa dell'apporto sia un'operazione di natura finanziaria in ragione della quale sia previsto un obbligo di rimborso, la raffigurazione in bilancio debba avvenire in una voce di debito. In questi vengono inclusi anche gli strumenti finanziari che rientrano nella fattispecie di cui all'art. 2411, ultimo comma, c.c. Cfr.,

Questa considerazione naturalmente muove dall'assunto che per tali strumenti, seppur soggetti al rischio di impresa, ciò che risulta essere incerto è solo il *quantum* del rimborso e non l'*an*. Tale affermazione giustificerebbe la scelta del legislatore di applicare a tali strumenti l'intera disciplina dettata in tema di obbligazioni che altrimenti non avrebbe ragion d'essere. Laddove invece, nel regolamento dello strumento, non sia configurato, neppure – per così dire – astrattamente, in base all'andamento economico della società, un diritto al rimborso dell'apporto ad una determinata scadenza, si ricadrebbe nella previsione degli strumenti finanziari di tipo partecipativo di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c.¹⁷⁶

D'altro canto il valore dell'apporto dovrà anche essere contabilizzato nell'attivo dello stato patrimoniale, nella rispettiva voce di appartenenza, a seconda che si tratti di denaro, di un bene in natura o di un credito.

A parte gli apporti in denaro che non pongono particolari problemi di valore di iscrizione, per i beni in natura, qualora non sia ravvisabile neanche indirettamente un costo per la loro acquisizione, essi dovranno essere iscritti al loro valore di mercato al momento dell'emissione degli strumenti finanziari per poi essere assoggettati ai criteri previsti dall'art. 2426 c.c., mentre per i crediti vale, sia al momento dell'iscrizione che negli esercizi successivi, il principio del “valore presumibile di realizzo” ai sensi dell'art. 2426, primo comma, n. 8¹⁷⁷.

fra i molti, NOTARI, *Le categorie di azioni*, cit., p. 623; NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 112 ss.; MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, cit., p. 447 ss.: in particolare tale A. evidenzia che, anche quando gli strumenti finanziari partecipino alle perdite nell'ambito della gestione corrente, “il diritto al rimborso resta quiescente, non si estingue del tutto”; COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 733 ss.; nello stesso senso, ma con l'argomento che tutti gli strumenti finanziari diversi dalle azioni sono titoli di debito, quindi andranno classificati in bilancio tra le passività reali, v. per tutti FERRI JR., *Fattispecie societaria*, cit., p. 81 ss.; SPADA, *Provvisa di capitale e strumenti finanziari*, cit., p. 621 ss.; D'altronde anche prima della riforma del 2003, autorevole dottrina ravvisa il permanente carattere di debito in determinate tipologie di strumenti finanziari che comportano il rischio del mancato rimborso del capitale, quali ad esempio i prestiti subordinati, i prestiti irredimibili, i buoni di godimento, i certificati di associazione in partecipazione. Cfr. PORTALE, *La ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, p. 16 ss.; CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, cit., p. 357- 358. La natura di debito viene ravvisata anche nelle ipotesi in cui il diritto al rimborso degli strumenti finanziari possa essere compromesso dall'insorgenza di perdite nell'ambito della gestione corrente, quindi al di fuori del procedimento di liquidazione della società. In questo senso, v. PORTALE, “*Prestiti subordinati*” e “*prestiti irredimibili*” (appunti), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 1 ss. *Contra*, in posizione dubitativa sul punto, BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale*, cit. p. 30 ss., per il quale le obbligazioni postergate, in quanto sottoposte al rischio di non integrale restituzione del capitale, dovrebbero essere considerate come titoli partecipativi.

¹⁷⁶ Sull'argomento si rimanda, *infra*, Cap. IV.

¹⁷⁷ Cfr. BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio*, cit., p. 191 ss.

Vi possono essere poi alcune ipotesi in cui dovrà essere iscritto un credito verso i sottoscrittori degli strumenti finanziari non partecipativi nell'attivo dello stato patrimoniale. Questo accade tutte le volte in cui gli apporti non siano stati ancora interamente versati all'atto della sottoscrizione dello strumento stesso, oppure siano stati solo promessi ma neppure parzialmente eseguiti. Dal momento che il legislatore non ha indicato nulla in relazione al momento in cui deve essere eseguito l'apporto, non si può ritenere applicabile per analogia l'art. 2342 c.c. nella misura in cui impone l'esecuzione immediata in parte o in tutto dei conferimenti a capitale, poiché in questo caso gli apporti non saranno destinati in alcun modo al capitale sociale¹⁷⁸.

Dal momento che non ritengo applicabile l'art. 2346, ultimo comma, c.c. agli strumenti finanziari non partecipativi per le ragioni esposte nei precedenti paragrafi¹⁷⁹, rimanendo le due discipline degli strumenti finanziari partecipativi, da un lato, e degli strumenti finanziari di tipo obbligazionario, dall'altro, quali discipline autonome e non complementari, non ritengo parimenti ammissibile l'ipotesi in cui a fronte di prestazioni di opera o servizi vengano emessi strumenti finanziari non partecipativi dotati di un obbligo al rimborso dell'apporto e per questo assoggettati alla disciplina delle obbligazioni.

Infine, completando il quadro relativo alla rappresentazione in bilancio degli strumenti finanziari di tipo obbligazionario, sembra opportuno ricordare che per quanto concerne il conto economico, gli interessi e i diritti che matureranno nel corso di ciascun esercizio a titolo di remunerazione dell'apporto a favore dei possessori di strumenti finanziari non partecipativi dovranno rappresentare un costo per la società emittente, con la conseguente iscrizione nella voce "interessi ed altri oneri finanziari" previsti al numero 17 dell'art. 2425 c.c.

¹⁷⁸ Cfr. NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 111, nella parte in cui si sostiene che "dovrà ammettersi senza limiti che l'emissione di strumenti finanziari venga effettuata senza immediata esecuzione dell'apporto ma solo con l'assunzione del relativo obbligo, con conseguente iscrizione del corrispondente credito da parte della società".

¹⁷⁹ V., *supra*, Cap II.

3. *Segue. La rappresentazione contabile degli strumenti finanziari “partecipativi”.*

Fin qui la ricostruzione della raffigurazione contabile degli strumenti finanziari di tipo “obbligazionario” appare piuttosto lineare laddove si assume una sostanziale assimilazione di tali strumenti ad altri titoli di debito emessi dalla società.

Qualche problema si pone invece con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi di cui all’art. 2346, ultimo comma, c.c. dal momento che, nonostante la loro vicinanza alle azioni – per il fatto di rappresentare strumenti di capitale di rischio – si differenziano nettamente da quest’ultime, poiché, a differenza delle azioni, il valore dell’apporto a fronte dell’emissione di tali strumenti non potrà mai essere imputato a capitale sociale.

Partendo dalla rappresentazione contabile nel passivo dello stato patrimoniale, si verificherà, quindi, una situazione molto particolare, in cui l’apporto non potrà essere iscritto nel capitale sociale della stessa, ma neppure tra i debiti della società. Tali strumenti si caratterizzano, infatti, per la loro partecipazione al risultato economico dell’impresa e la conseguente esclusione del diritto di rimborso dell’apporto versato, diritto che potrà eventualmente atteggiarsi solamente in sede di liquidazione della società.

Coerentemente si ritiene che tali apporti, pur non potendo essere imputati a capitale sociale, entrino a far parte del patrimonio netto della società, in un’apposita posta avente natura di riserva¹⁸⁰, a cui accederebbe un vincolo di destinazione simile al capitale. Ciò potrà avvenire sia nell’ipotesi in cui l’apporto venga effettuato “a fondo perduto”, cioè senza alcun diritto al rimborso neppure allo scioglimento della società, sia qualora sia previsto un riparto in sede di liquidazione *pari passu* con gli azionisti¹⁸¹.

Resta ancora controverso in dottrina il regime giuridico di tale riserva in bilancio nel caso in cui nello statuto non sia indicato nulla al riguardo.

¹⁸⁰ In questo senso, NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c.*, cit., p. 112; MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da COLOMBO - PORTALE, Torino, 2004, I., p. 279 ss.; STAGNO D’ALCONTRES, *sub. art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, cit., p. 264 ss.; LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 533 ss.

¹⁸¹ In relazione ai diritti patrimoniali attribuibili ai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi in sede di riparto di liquidazione, si rimanda, *infra*, Cap. IV, §7.

La dottrina dominante sembra essere orientata ad assimilare tale posta ad una riserva indisponibile, sottoposta al medesimo regime giuridico di una riserva di capitale¹⁸². Altri autori invece, riprendendo un filone interpretativo affermatosi nell'ambito dello studio degli apporti spontanei dei soci in conto capitale, ritengono che si dovrebbe applicare il regime delle riserve da sovrapprezzo, in particolare qualora l'emissione degli strumenti finanziari avvenga a fronte della frazione di valore del conferimento in natura che non venga imputata a capitale sociale¹⁸³. Al riguardo ritengo condivisibile la tesi di chi assimila tale riserva a quelle indisponibili, poiché questo regime giuridico farebbe sì che l'eventuale rimborso dell'apporto avvenga al limite solo in sede di liquidazione della società, successivamente al soddisfacimento degli altri creditori sociali. Laddove invece si equiparasse tale voce al regime delle riserve da sovrapprezzo (ovvero di quelle riserve corrispondenti ai maggiori importi versati dai soci rispetto al valore nominale delle azioni richiesti in occasione di aumenti di capitale a pagamento o le differenze emergenti in sede di fusioni, di conferimenti o di conversioni di obbligazioni in azioni) sarebbe possibile procedere mediante delibera assembleare alla distribuzione delle somme iscritte in questo conto (dopo che la riserva legale non abbia raggiunto il limite stabilito dall'art. 2430, c.c.), per imputazioni a capitale sociale e per ripartizioni di utili ai soci.

In ogni caso tale posta andrà iscritta nella voce "Altre riserve" di cui all'art. 2424 c.c. punto A) VII dello stato patrimoniale passivo. In particolare, considerando che le altre riserve devono essere "distintamente indicate", anche in virtù di quanto prescritto dalla nota integrativa (art. 2427 n. 4 e n. 7-bis c.c.), gli amministratori dovranno creare una specifica sottovoce, indicando il regime giuridico a cui si intende assoggettarla, anche in considerazione dei diritti patrimoniali partecipativi contenuti nello strumento. Si potrebbe quindi creare ad esempio una sottovoce quale "patrimonio netto di terzi",

¹⁸² Cfr. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., p. 279, il quale rileva che "quando si tratta di un apporto suscettibile di aumentare il patrimonio della società e di essere iscritto nel bilancio di esercizio, dovrà corrispondentemente essere iscritta al passivo un'apposita posta di patrimonio netto, assimilabile ad una riserva indisponibile"; SANTORO, sub. art. 2346, in *La riforma delle società. Commentario*, cit., p. 130 ss.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit. p. 622, il quale sostiene che la possibilità di imputare gli apporti a patrimonio netto discenda dalla particolare natura di apporto conferibile ai sensi dell'art. 2343 c.c.; NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 112, in cui gli autori parlano di "riserva targata" a favore dei portatori di strumenti finanziari.

¹⁸³ Cfr. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit. p. 540. In relazione agli apporti spontanei dei soci in conto capitale per cui si dovrebbe applicare il regime della riserva da sovrapprezzo, cfr. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO - PORTALE, VII, Torino, 1994, p. 518; PORTALE, *Appunti in tema di versamenti in conto futuri aumenti di capitale eseguiti da un solo socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, p. 95.

oppure “riserva statutaria sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi”, in questo caso targandola a favore dei portatori di strumenti finanziari partecipativi¹⁸⁴, indicando altresì nella nota integrativa l’origine della riserva, nonché l’eventuale possibilità di utilizzazione della medesima.

Laddove si consideri una riserva targata indisponibile, questa dovrebbe essere costituita e mantenuta fino a che non siano annullati gli strumenti finanziari.

A tale riguardo è tuttavia doveroso precisare che, sia nel caso in cui l’apporto venga effettuato senza alcun diritto al rimborso al momento dello scioglimento della società, sia nel caso in cui lo strumento finanziario partecipativo preveda il diritto al riparto del residuo attivo in sede di liquidazione subito prima o in concorrenza con gli azionisti, tale riserva, sia essa targata o meno, potrà essere utilizzata a copertura di perdite e quindi abbattuta prima del capitale sociale. Tale situazione avverrà non solamente in sede di scioglimento della società ma anche al di fuori del procedimento di liquidazione, nell’ambito della gestione corrente della società. Infatti, secondo il tradizionale ordine di imputazione delle perdite, le riserve, costituendo parte del patrimonio netto, sono comunque suscettibili di essere intaccate dalle perdite prima del capitale sociale¹⁸⁵.

Tale considerazione invita a riflettere sul problema di come regolare in concorso di partecipazione alle perdite dei titolari di strumenti finanziari sia rispetto agli azionisti di qualsiasi categoria, sia rispetto ai portatori di strumenti finanziari partecipativi di diversa categoria nonché rispetto ai titolari di strumenti finanziari non partecipativi. Inoltre, laddove la riserva venga abbattuta totalmente dalle perdite, occorre comprendere quali conseguenze derivino per i diritti patrimoniali ed amministrativi attribuiti agli strumenti finanziari partecipativi e se sia necessario ricostituire almeno in minima parte tale riserva. Sul punto torneremo ampiamente successivamente, durante

¹⁸⁴ Come ipotizzano NOTARI e GIANNELLI in *Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c.*, cit., p. 112 e lo stesso NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 623, sottolineando così che si tratta di una voce del netto di spettanza dei possessori di strumenti finanziari partecipativi.

¹⁸⁵ Secondo l’impostazione tradizionale si potrà arrivare ad una diminuzione di capitale solo quando siano state già intaccate tutte le riserve. Cfr. NOBILI-SPOLIDORO, *La riduzione del capitale per perdite*, in *Trattato delle società per azioni*, cit., VI, p. 285 ss.; COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, cit., p. 433, il quale correttamente osserva che, poiché le varie componenti del netto sono soggette a disciplina diversa, si tratterà di stabilire “quale parte del netto sarà intaccata per prima dalle perdite: ossia a quale delle poste del netto debba essere imputata la perdita”, ne deriva che la riserva in cui sono iscritti gli strumenti finanziari partecipativi, come tutte le poste del netto diverse dal capitale sociale, è destinata ad essere intaccata dalle perdite prima di quest’ultimo. Per un maggiore approfondimento sull’argomento, si rimanda, *infra*, Cap. IV, §6.

l'analisi dei diritti di partecipazione agli utili ed alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi¹⁸⁶.

Per quanto riguarda l'attivo, in relazione agli apporti rappresentati da denaro, beni in natura e crediti, si possono rinnovare le stesse considerazioni già proposte per quanto riguarda l'iscrizione all'attivo dello stato patrimoniale degli apporti derivanti da strumenti finanziari non partecipativi. In particolare, quindi, nell'ipotesi di denaro questo andrà ad incrementare la cassa, mentre nel caso di un bene o un credito sarà necessario procedere ad una valutazione economica con metodi oggettivi ed attendibili ai sensi dell'art. 2426 c.c.

Qualche dubbio, tuttavia, può sorgere con riferimento alla necessità di applicare il disposto di cui agli articoli 2343, 2343-ter e 2343-*quater* c.c. relativi alla stima dei conferimenti in natura, allorché è richiesto che «chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto [...]» tranne nei casi di cui all'art. 2343-ter, introdotto Decreto Legislativo 4 agosto 2008, n. 142 in attuazione della direttiva 2006/68/CE, che modifica la direttiva 77/91/CEE (c.d. “Seconda Direttiva”), relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del capitale sociale. In sintesi ci si domanda se, anche con riguardo all'emissione di strumenti partecipativi di rischio a fronte dei quali si apportano detti beni, occorre applicare la disciplina ora ricordata.

Alla questione appena sollevata, *de jure condito*, non può che darsi risposta negativa poiché la fattispecie sottesa all'articolo 2343 c.c. è ben diversa da quella contemplata dall'articolo 2346, ultimo comma c.c., dal momento che nel primo caso si parla di conferimenti e quindi di capitale sociale, mentre nel secondo caso ci si riferisce solo ad apporti destinati a confluire tutt'al più nel patrimonio netto, ma non certo nel capitale sociale.

Invero, nel caso del conferimento dei beni in natura, la relazione di stima si prefigge di assicurare l'integrità del capitale sociale (a tutela dei creditori e degli azionisti), al fine di evitare che lo stesso possa risultare annacquato. Diversamente, mancherebbe questa motivazione di fondo che ne giustifica la predisposizione nel caso degli apporti versati a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi. Tale norma non potrebbe essere applicata per analogia agli apporti in parola, ciò in quanto l'emissione degli

¹⁸⁶ V, *infra*, Cap. IV.

strumenti finanziari partecipativi non ha alcun impatto sull'ammontare del capitale sociale (tanto è che a fronte dell'apporto si movimenta una riserva appositamente costituita) e, dunque, non si palesa alcuna esigenza di attestare l'integrità di quest'ultimo. Tuttavia, *de jure condendo*, gli effetti di una eventuale estensione dell'applicazione delle norme in tema di conferimenti di beni in natura e crediti anche agli strumenti finanziari partecipativi potrebbero essere positivi in termini di tutela dei creditori e degli azionisti.

Come abbiamo ricordato tali apporti, infatti, andranno in ogni caso ad incrementare il patrimonio netto della società e, pertanto, una valutazione veritiera e corretta di tali beni e crediti risulta indispensabile ai fini di garantire la valenza accordata al sistema del netto nel nostro ordinamento. A tale riguardo tuttavia il legislatore europeo – e conseguente quello italiano – sembra muoversi in una direzione diametralmente opposta, come confermato dalle previsioni di cui alla direttiva 2006/68/CE, accordando la possibilità per gli Stati membri di introdurre alcune deroghe e semplificazioni in ordine alla disciplina dei conferimenti non in contanti e dell'acquisto di azioni proprie, ivi compresa la concessione di prestiti e garanzie per l'acquisto di azioni proprie.

Come noto, la Direttiva è stata approvata al termine di un lungo *iter* e di una vivace discussione sull'opportunità di rimuovere – o, quanto meno, attenuare – i vincoli derivanti dal sistema del capitale nominale al fine di «promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese senza ridurre le tutele di cui beneficiano gli azionisti e i creditori» (così il secondo Considerando della Direttiva 2006/68). La volontà di semplificare e ammodernare alcune disposizioni della Seconda Direttiva risale alla fine degli anni novanta e ha condotto alla pubblicazione, all'esito della quarta fase del processo di semplificazione della legislazione del mercato interno, del c.d. «Rapporto SLIM sulla semplificazione della Prima e della Seconda Direttiva in materia di diritto societario».

Senza voler entrare nel merito della discussione sulla necessità e le funzioni del capitale, tema che esula da quel che interessa in questa sede, è necessario però sottolineare che se la tendenza sarà verso la progressiva eliminazione di tale istituto, lo stesso dovrà essere sostituito collegando vincoli di indisponibilità (di una quota ideale) del patrimonio sociale a parametri di altro genere¹⁸⁷.

¹⁸⁷ In questo senso SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi*

In tal caso la valorizzazione dei conferimenti in natura nel patrimonio netto dovrà assumere un ruolo fondamentale nella formazione dello stesso, al pari di quanto attualmente previsto per il capitale sociale.

Al riguardo occorre almeno menzionare che si sta assistendo ad una graduale inversione di tendenza nell'evoluzione dello studio sulla funzione del capitale sociale. Come dimostrato dallo studio della KPMG commissionato dalla Commissione Europea e pubblicato nel gennaio 2008, denominato «*Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the second company law directive 77/91/ECC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU accounting regime*», il complesso i costi collegati al cambiamento della disciplina del capitale sociale, ed in particolare ai fini dell'adozione del c.d. sistemi alternativi di protezione, sarebbero probabilmente superiori ai benefici stessi. Inoltre il rapporto della KPMG sembra aver confermato che le valutazioni previsionali tipiche dei *solvency test* e *liquidity test* si estendono solo si orizzonti di breve periodo, come da sempre obiettato dai difensori del capitale sociale¹⁸⁸.

Tornando più propriamente al discorso che qui interessa al fine di completare la disamina relativa all'imputazione contabile degli apporti derivanti dall'emissione di strumenti finanziari partecipativi, naturalmente anche per tali strumenti – al pari di quanto già evidenziato in merito agli strumenti finanziari di tipo obbligazionario – vi potranno essere delle situazioni in cui l'apporto viene del tutto o in parte solo promesso ma non eseguito al momento dell'emissione degli strumenti. In questi casi, come già rilevato, nell'attivo dello stato patrimoniale dovrà essere iscritto un credito verso i

al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili internazionali, in Riv. Soc., *La società per azioni oggi : tradizione, attualità e prospettive: atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di BALZARINI, CARCANO, VENTORUZZO, Milano, 2007, p. 1125; PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, nel *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO-PORTALE, vol. I, t. 2, Torino, 2004, 28 ss.; D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur comm.*, 2001, I, 414 ss., i quali ipotizzano l'introduzione di un rapporto proporzionale fra mezzi propri e mezzi di terzi; MARCHETTI, *Relazione generale*, in *Dalla riforma Draghi alla riforma delle società non quotate* (atti del convegno di studi di alba, 21 novembre 1998), in *Società*, 1999, 786, che si interroga sull'opportunità di fissare parametri di patrimonializzazione obbligatoria correlati al volume di affari, al volume di indebitamento, al tipo di attività.

¹⁸⁸ Il rapporto della KPMG infatti esclude i *solvency test* fondati su valutazioni previsionali di lungo periodo poiché i dati empirici hanno confermato che, per la stima dell'equilibrio economico-finanziario, sono considerate affidabili solo previsioni che non eccedono un periodo di 5 anni. Come richiamato dal rapporto, generalmente un giudizio di solvibilità copre un orizzonte di breve periodo, limitato ai 12 mesi successivi alla distribuzione. Sul punto, cfr. BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milano, 2009, p. 436 ss.

sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi (quindi in una posta diversa rispetto a quella dei “crediti verso i soci per i versamenti ancora dovuti” di cui alla lettera A) dell’attivo dello stato patrimoniale ai sensi dell’art. 2324, primo comma, c.c.¹⁸⁹).

In questo caso lo statuto o il regolamento dello strumento finanziario dovrà anche indicare le conseguenze in caso di inadempimento da parte del sottoscrittore dello strumento finanziario a versare quanto dovuto alla società (non potendosi applicare per analogia quanto previsto in caso di mancato versamento dei conferimenti ancora dovuti dai soci).

4. *Segue. La rappresentazione contabile delle prestazioni d’opera e servizi a fronte dell’emissione di strumenti finanziari partecipativi.*

Ritengo che a questo punto occorra soffermarsi ed appuntare qualche considerazione in più in relazione all’iscrizione in bilancio di entità diverse dal denaro, beni e crediti, ovvero nel caso in cui l’apporto consista prestazione d’opera o servizio, come permesso dall’art. 2349, ultimo comma, c.c.

Tale utilità non possono infatti formare oggetto di conferimento nella s.p.a. poiché, come rileva autorevole dottrina, nelle società per azioni «è essenziale che il conferimento si realizzi secondo modalità tal da poter assumere una propria oggettività, un proprio valore autonomo, in grado di emanciparsi dalle vicende personali del socio»¹⁹⁰. Pertanto, la difficoltà di operare una valutazione oggettiva ed attendibile delle prestazioni d’opera e servizi, nonché l’elevata aleatorietà delle stesse e soprattutto l’impossibilità di escuterle in caso di mancato adempimento, hanno spinto il legislatore a non renderle entità suscettibili di entrare a far parte del capitale sociale delle s.p.a. A conferma di ciò, fa fede il contenuto del documento OIC 1 il quale, nel richiamare l’articolo 7 della Direttiva n. 77/91/CEE¹⁹¹, ricorda che «Il capitale sottoscritto può

¹⁸⁹ Tale credito, infatti, non potrà essere parificato ai crediti verso i soci per versamenti ancora dovuti, caratterizzato da una disciplina giuridica speciale per il caso di inadempimento, cui non può essere assoggettato il credito verso i sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, ultimo comma, c.c. Così, NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c.*, cit., nota 169. In ogni caso potrà essere creata una posta ad hoc, così come consente l’art. 2423-ter c.c. e denominarla ad esempio “crediti verso i sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi” in cui verrà iscritto il valore dell’apporto promesso dal possessore degli strumenti finanziari partecipativi.

¹⁹⁰ Così ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 40.

¹⁹¹ E’ interessante notare che l’art. 7 della Prima Direttiva non è stato modificato dalla Seconda Direttiva

essere costituito unicamente da elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica. Tale elementi dell'attivo non possono essere, tuttavia, costituiti da impegni di esecuzione di lavori o di prestazioni di servizi».

Tuttavia, allo stesso tempo, la riforma ha permesso che tali utilità entrassero a far parte del patrimonio della società per azioni mediante apporti da parte di sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi. In questo modo si è ricercato un punto di equilibrio tra il divieto imposto dall'ordinamento comunitario e l'esigenza di consentire l'acquisizione di valori a volte di notevole rilievo.

Inoltre, sempre con la riforma, la possibilità di conferire apporti d'opera e servizi trova spazio anche nelle società di capitali stante la possibilità per le società a responsabilità limitata di conferire “ogni elemento dell'attivo suscettibile di valutazione economica” (art. 2464, secondo comma, c.c.)¹⁹².

Sia gli aziendalisti che, successivamente, i giuristi, date le esigenze concrete emerse dalla prassi, hanno evidenziato dunque la necessità di attribuire un valore monetario a tali apporti dal momento che essi entrano comunque a far parte del patrimonio della società e pertanto dovrebbero essere in qualche modo iscritti a bilancio.

L'aspetto più complesso dell'operazione in commento riguarda sicuramente l'ambito valutativo. Sul punto è stato osservato dalla maggioranza della dottrina¹⁹³ che per gli apporti di opere o servizi sussiste il divieto di iscrizione nell'attivo dello stato patrimoniale del valore capitalizzato, ossia del valore pari alla capitalizzazione di quello corrispondente al compenso pattuito, qualora, a fronte della medesima prestazione, fosse stato stipulato un contratto di lavoro autonomo. In tal caso, quindi, il valore delle

né dalla recente direttiva 2012/30/UE.

¹⁹² Sul tema, fra i molti, cfr. RIGHINI, *I conferimenti d'opera e servizi nelle società di persone e di capitali: alcune riflessioni tradibili dal nuovo art. 2500 quater c.c.*, in *Contr. e Impr.*, 2005, III, p. 144 ss.; MENTI, *Socio d'opera e conferimento del valore nella S.r.l.*, Milano, 2006, p. 221 ss. Secondo alcuna autorevole dottrina oggetto del conferimento del socio d'opera nella s.r.l. non è tanto l'obbligo del socio di effettuare una prestazione d'opera o servizi, quanto invece il valore del medesimo espresso dalla polizza di assicurazione o dalla fidejussione bancaria, ovvero dalla cauzione, cfr. PORTALE, *I conferimenti nella società a responsabilità limitata*, nel Parere dei componenti del collegio docenti del dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale, Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1453 ss.; ID., *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. giur.*, 2003, p. 1669 ss.; RESCIGNO, *Osservazioni sulla riforma del diritto societario in tema di società a responsabilità limitata*, in *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 245 ss.

¹⁹³ V., per tutti, Notari, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 620. Conformemente a tale impostazione si colloca inoltre la Circolare Assonime n. 32 del 14 luglio 2004, punto 33, nota 50 e punto 35, nota 52, ove si sostiene che il valore delle prestazioni d'opera e dei servizi possa essere iscritto nell'attivo di un bilancio di una s.r.l. a fronte del capitale, ma non dell'attivo di un bilancio di una s.p.a. che emetta strumenti finanziari partecipativi a fronte dell'apporto d'opera e servizi.

prestazioni d'opera e servizi non troverà alcuna raffigurazione in bilancio, né nell'attivo e né nel passivo, se non al limite in calce allo stato patrimoniale nelle scritture d'ordine. Naturalmente una simile posizione è stata giustificata considerando il rischio sotteso all'eventuale mancata esecuzione dell'opera o del servizio.

Altra dottrina¹⁹⁴, invece, sulla scia del dibattito circa le modalità con cui procedere alla capitalizzazione dell'apporto del socio d'opera nelle s.r.l., ritiene invece opportuna l'iscrizione in bilancio di tali prestazioni anche nelle s.p.a.

Personalmente ritengo più corretta la prima tesi sopra ricordata, la quale si pone in un'ottica più prudentiale nella tutela del capitale sociale. Tuttavia ritengo condivisibile, con alcuni limiti, l'idea che una possibile iscrizione in bilancio di tali apporti possa essere opportuna, dal momento che si tratta pur sempre di apporti che il legislatore ha deciso di far entrare nel patrimonio sociale (anche se non nel capitale), nonché al fine di assicurare una parità di trattamento dal punto di vista bilancistico tra sottoscrittori di strumenti finanziari che apportano utilità non conferibili e coloro che apportano utilità conferibili.

Naturalmente, come già ricordato, il problema cruciale sarà quello di attribuire un valore economico a tali apporti, nel modo più oggettivo e attendibile possibile: occorrerà quindi indentificare le poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale più idonee a raffigurare il valore monetario attribuito alla prestazione di fare. In questo senso credo che le uniche alternative siano tra la rilevazione di un credito o di una immobilizzazione immateriale. In particolare, sia i principi contabili nazionali (p.c. n. 24) sia quelli internazionali (IAS 38), considerano immobilizzazioni immateriali alcuni fattori di produzione privi di materialità, come le opere dell'ingegno, i brevetti, i marchi e in generale tutto il "know-how", nonché concessioni, licenze, diritti di godimento e diritti reali su beni materiali purché in possesso di determinati requisiti. In alcuni casi quindi le prestazioni d'opera o servizi potrebbero rientrare nell'ambito delle immobilizzazioni immateriali. Tuttavia il discorso si fa più complesso per quanto riguarda le prestazioni di durata o comunque non eseguibili *uno actu*. In tal caso sarà necessario esaminare i metodi proposti per la contabilizzazione del conferimento nelle

¹⁹⁴ Cfr., BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti di non capitale*, cit., p. 35 ss.; RIGHINI, *I conferimenti d'opera e servizi*, cit., p. 1114. In tema di valorizzazione del conferimento d'opera nella s.r.l., MENTI, *Socio d'opera e conferimento del valore nella s.r.l.*, cit., p. 221 ss.

s.r.l. In questo ambito, parte della dottrina¹⁹⁵ ritiene che il valore di tali apporti possa essere raffigurato in bilancio come utilità interamente acquisita dalla società e destinata a manifestare il proprio beneficio nell'arco temporale di più esercizi. In questa prospettiva si potrebbe seguire il metodo utilizzato per la capitalizzazione dei beni intangibili e, pertanto, la soluzione sarebbe ancora una volta quella dell'immobilizzazione immateriale. Il valore iscritto andrà quindi ammortizzato secondo la regola generale di tutte le immobilizzazioni e non dovrà rilevarsi alcun costo per la società nel conto economico. Tuttavia, la dottrina prevalente¹⁹⁶ non ritiene condivisibile questa impostazione poiché in realtà l'apporto non risulterebbe essere stato interamente conferito ma, trattandosi di prestazioni di durata, sarebbe solo un impegno. In questo senso si ritiene che l'apporto d'opera del socio di s.r.l. vada iscritto nei crediti a fronte di un'obbligazione di fare o dare da rendersi in futuro.

Ritengo che in realtà l'oggetto del conferimento del socio d'opera nella s.r.l. dal punto di vista "bilancistico", non sia rappresentato dall'obbligo del socio di effettuare una prestazione d'opera o servizi, quanto invece dal valore economico attribuito al medesimo ed espresso dalla polizza di assicurazione, dalla fidejussione bancaria, ovvero dalla cauzione. Tale considerazione, se vera, può quindi riproporsi anche per quanto riguarda l'apporto d'opera e servizi relativo all'emissione di strumenti finanziari partecipativi. Pertanto, il problema di una iscrizione in bilancio di tali apporti non si dovrebbe porre laddove, a supporto della prestazione d'opera, sia riconosciuta una polizza fideiussoria: in proposito, infatti, si potrebbe mutuare quanto previsto dal principio contabile dell' Organismo Italiano di Contabilità (OIC) numero 2 in tema di patrimoni destinati «per le prestazioni d'opera del terzo apportante, al fine di assicurare la loro effettività e, quindi, la loro iscrizione nell'attivo dello stato patrimoniale, deve ritenersi necessaria la garanzia prevista dall'articolo 2464 c.c., comma 6, in tema di conferimento in S.r.l., ossia la stipula di una polizza di fidejussione». Seguendo questa impostazione, per gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di una prestazione d'opera o servizi suscettibile di valutazione economica, il valore da iscriversi nella riserva di patrimonio netto sarebbe corrispondente al valore del credito

¹⁹⁵ Cfr., DELL'ATTI, *La disciplina dei conferimenti nella s.r.l.: la prestazione d'opera da parte del socio nella s.r.l.*, in *La riforma del diritto societario*, Bari, 2004, p. 193; MENTI, *Socio d'opera e conferimento del valore*, cit., p. 221 ss.

¹⁹⁶ Cfr., fra molti, RIGHINI, *I conferimenti d'opera e servizi*, cit., p. 1114 ss.; MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 715 ss.

che ha dato vita alla riserva, da iscriversi nell'attivo, ovvero il valore attribuito alla polizza fideiussoria. Diversamente invece, laddove l'apporto sia privo di una polizza assicurativa, di una fidejussione bancaria o di una cauzione, l'operazione non potrebbe originare alcuna iscrizione in bilancio.

5. Strumenti finanziari e principi contabili internazionali

La distinzione tra strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi basata sulla previsione di un obbligo incondizionato al rimborso dell'apporto sembra essere stata confermata anche dai principi contabili internazionali, i quali contengono previsioni specifiche per la contabilizzazione degli strumenti finanziari.

Prima di passare ad un esame dei principi contabili internazionali in tema di strumenti finanziari, occorre preliminarmente notare come gli stessi abbiano ad oggi in gran parte sostituito i principi contabili nazionali.

Il regolamento comunitario 1606/2002 ha previsto delle regole che non si limitano ad integrare la disciplina codicistica ma la sostituiscono integralmente. Tuttavia l'art. 4 del suddetto regolamento ha imposto l'adozione dei principi contabili internazionali solamente per i bilanci consolidati delle società quotate, mentre l'adozione degli stessi per i bilanci di esercizio delle società quotate, nonché per i bilanci sia d'esercizio che consolidati delle società non quotate è stata prevista quale mera facoltà per gli Stati membri (art. 5 del regolamento n. 1606/2002). Il legislatore italiano, però, ha ampiamente utilizzato tale facoltà, così spingendosi molto oltre di quanto originariamente previsto dal regolamento comunitario per quanto concerne l'accoglimento dei principi contabili internazionali. Infatti, il d.lgs. n. 38 del 28 febbraio 2005 ha imposto l'adozione dei principi contabili internazionali non solo nel bilancio consolidato di tutte le società aperte, delle banche, intermediari finanziari e delle imprese assicurative, ma anche nel bilancio d'esercizio delle stesse che non redigono il bilancio consolidato, lasciando inoltre aperta la possibilità di implementare tali principi anche per le società chiuse.

In particolare per le imprese che redigono il bilancio applicando i principi IAS/IFRS a norma del d.lgs. n. 38 del 28 febbraio 2005, la materia è segnatamente regolata dallo IAS 32 e dal collegato IAS 39¹⁹⁷.

Da un esame delle disposizioni in oggetto emerge chiaramente che il criterio per distinguere una *passività finanziaria* da uno strumento di *equity* ai fini di una loro classificazione nello stato patrimoniale, si fonda sul contenuto sostanziale dello strumento finanziario piuttosto che sulla forma giuridica adottata dallo stesso, in applicazione del principio “*substance over form*”¹⁹⁸.

Secondo lo IAS 32 uno strumento finanziario è un «qualsiasi contratto che dia origine a un'attività finanziaria per un'entità e a una passività finanziaria o a uno strumento rappresentativo di capitale per un'altra impresa». Lo stesso articolo prosegue specificando le nozioni di attività e passività finanziaria da un lato, e di strumento rappresentativo di patrimonio netto dall'altro¹⁹⁹.

¹⁹⁷ Sull'applicazione degli IAS/IFRS cfr. EPISTEIN e MIRZA, *IFRS Interpretation and application of international accounting and financial reporting standard*, Hoboken, 2005, p. 87 ss.; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, 2009, p. 20 ss.; Id. *The IAS/IFRS after the crisis: limiting the impact of fair value on companies' capital*, in *European Company and Financial Law Review*, 2011, pp. 1 ss.; SAVIOLI, *Il bilancio di esercizio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, Milano, 2004; AZZALLI, *L'informativa di bilancio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, Torino, 2005; AA. VV., Gruppo di Studio e attenzione dell'accademia italiana di economia aziendale, *L'analisi degli effetti sul bilancio dell'introduzione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, vol. II, Roma, 2007.

¹⁹⁸ Per un approfondimento del principio di prevalenza della sostanza sulla forma, cfr. MAGLIO, *Il principio contabile della prevalenza della sostanza sulla forma*, Padova, 1998, p. 8; NARDUCCI, *Il principio contabile della prevalenza della sostanza sulla forma nell'evoluzione normativa e nella prassi contabile*, in *Controllo nelle società e negli enti*, 2004, p. 109 ss.; ALBERTINAZZI, *Sostanza e forma nel bilancio di esercizio*, Milano 2002 p. 1 ss.; BALZARINI, *Principi di redazione del bilancio, Commento agli artt. 2423-2423-bis) c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di NOTARI, BIANCHI, Milano, 2006, p. 385 ss. Peraltro, tale principio, era in realtà già previsto tra i quindici postulati del bilancio al documento n. 11 dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), ed è stato riconosciuto anche in sede civilistica all'art. 2423 bis c.c., con il quale è stabilita la rappresentazione in bilancio delle operazioni aziendali in base alla loro natura effettiva, tenendo conto della funzione economica degli elementi, a prescindere dagli aspetti formali.

¹⁹⁹ Ai sensi dello IAS 32, una attività finanziaria è qualsiasi attività che sia:

- (a) disponibilità liquide;
- (b) uno strumento rappresentativo di capitale di un'altra entità;
- (c) un diritto contrattuale:
 - (i) a ricevere disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria da un'altra entità; o
 - (ii) a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità alle condizioni che sono potenzialmente favorevoli all'entità; o
- (d) un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità ed è:
 - (i) un non derivato per cui l'entità è o può essere obbligata a ricevere un numero variabile di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità; o
 - (ii) un derivato che sarà o potrà essere estinto con modalità diverse dallo scambio di un importo fisso di disponibilità liquide o di altra attività finanziaria contro un numero fisso di strumenti rappresentativi di

In particolare, le *passività finanziarie* sono caratterizzate dall'esistenza di un'obbligazione contrattuale da parte dell'emittente a consegnare disponibilità liquide o altre attività finanziarie o a scambiare attività o passività finanziarie a condizioni potenzialmente sfavorevoli all'entità, mentre lo *strumento di capitale* è qualsiasi contratto che rappresenta una quota ideale di partecipazione residua nell'attività dell'entità dopo aver estinto tutte le altre passività²⁰⁰.

Nel definire gli strumenti finanziari, il principio in esame, adotta una prospettiva contrattuale che prescinde da una mera elencazione delle varie fattispecie tipiche,

capitale dell'entità. A tal fine, gli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità non includono strumenti finanziari con opzione a vendere classificati come strumenti rappresentativi di capitale conformemente ai paragrafi 16A e 16B, né strumenti che pongano a carico dell'entità un'obbligazione a consegnare a un'altra parte una quota proporzionale dell'attivo netto dell'entità solo in caso di liquidazione e sono classificati come strumenti rappresentativi di capitale conformemente ai paragrafi 16C e 16D, né strumenti che siano contratti per ricevere o consegnare in futuro degli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità.

Una passività finanziaria è qualsiasi passività che sia:

(a) un'obbligazione contrattuale:

(i) a consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria a un'altra entità; o

(ii) a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità a condizioni che sono potenzialmente sfavorevoli all'entità; o

(b) un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità ed è:

(i) un non derivato per cui l'entità è o può essere obbligata a consegnare un numero variabile di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità; o

(ii) un derivato che sarà o potrà essere estinto con modalità diverse dallo scambio di un importo fisso di disponibilità liquide o di altra attività finanziaria contro un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità. A tale scopo i diritti, le opzioni o i warrant, che danno il diritto di acquisire un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale della entità medesima per un ammontare fisso di una qualsiasi valuta sono da considerare strumenti rappresentativi di capitale se l'entità offre i diritti, le opzioni o i warrant proporzionalmente a tutti i detentori della stessa classe di propri strumenti rappresentativi di capitale non costituiti da derivati. Anche per tale scopo gli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità non includono strumenti finanziari con opzione a vendere classificati come strumenti rappresentativi di capitale conformemente ai paragrafi 16A e 16B, né strumenti che pongano a carico dell'entità un'obbligazione a consegnare a un'altra parte una quota proporzionale dell'attivo netto dell'entità solo in caso di liquidazione e sono classificati come strumenti rappresentativi di capitale conformemente ai paragrafi 16C e 16D, né strumenti che siano contratti per ricevere o consegnare in futuro degli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità.

²⁰⁰ Ai sensi dello IAS 32, uno strumento finanziario è uno strumento rappresentativo di capitale piuttosto che una passività finanziaria, se, e soltanto se, sono soddisfatte le due condizioni di seguito elencate:

a) lo strumento finanziario non include alcuna obbligazione contrattuale a consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria a un'altra entità o a scambiare attività e passività finanziarie con un'altra entità alle condizioni che sono potenzialmente sfavorevoli all'emittente;

b) qualora lo strumento sarà estinto (o potrà essere estinto) con la consegna di azioni proprie o di altri strumenti rappresentativi di capitale dell'emittente, esso è:

- un non derivato, che non comporta alcuna obbligazione contrattuale per l'emittente a consegnare un numero variabile di propri strumenti di capitale;

- un derivato, che sarà estinto soltanto dall'emittente scambiando un importo fisso di disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria per un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale. Per questa finalità gli strumenti rappresentativi di capitale dell'emittente non includono strumenti che solo loro stessi contratti per ricevere o consegnare in futuro strumenti rappresentativi di capitale.

valutando piuttosto la rispondenza del loro contenuto sostanziale ai requisiti richiesti dalla definizione di strumento finanziario.

Si può inoltre notare come l'ampia nozione utilizzata dallo IAS 32 ricomprenda tutti gli strumenti finanziari previsti dal codice civile e, al contempo, anche molti altri strumenti non espressamente disciplinati dal codice e neanche ricompresi nella nozione di strumenti finanziari di cui al T.U.F. ma tuttavia utilizzati nella prassi commerciale.

La distinzione tra *passività* e *strumenti rappresentativi di capitale* conferma ancora una volta la dicotomia tracciata in questa sede nelle pagine che precedono tra strumenti finanziari partecipativi (ovvero quelli che non contengono alcun diritto al rimborso e quindi partecipano al rischio di impresa) e non partecipativi (ovvero quelli che costituiscono un'operazione di prestito o comunque di finanziamento) e più in generale tra strumenti di capitale e strumenti di debito. E' senz'altro vero che, come si è avuto modo di ricordare nei precedenti paragrafi, nella moderna realtà economica grazie all'ampio spazio lasciato all'autonomia privata dalla riforma del diritto societario assistiamo alla creazione di strumenti che pur rientrando nell'una o nell'altra categoria sopra richiamate, presentano ai sensi dei principi IAS, delle caratteristiche di entrambe le fattispecie. Per tali strumenti in cui è presente una componente di passività finanziaria ed una componente di patrimonio, lo IAS 32 prevede un metodo di separazione delle due componenti, in applicazione del principio secondo cui l'emittente di uno strumento finanziario deve classificare lo strumento, o le sue componenti, come passività o patrimonio netto in conformità al contenuto sostanziale dell'accordo contrattuale al momento della rilevazione iniziale e delle definizioni di passività finanziaria e di strumento rappresentativo di patrimonio netto.

In questi casi, quindi, l'emittente di uno strumento finanziario che contiene sia un elemento di passività sia un elemento di patrimonio netto dovrà classificare distintamente le componenti dello strumento. Ad esempio, per quanto riguarda le obbligazioni convertibili, dal momento che esse alla scadenza attribuiscono il diritto a ricevere partecipazioni azionarie rappresentative di capitale, lo IAS 32 (paragrafi 28-32) prevede che le stesse andranno iscritte come passività per il valore del capitale e gli interessi e come componente del patrimonio netto per il valore del diritto alla conversione o della *call option*, ovvero il valore residuale dopo aver sottratto la componente iscritta nelle passività.

Secondo questa prospettiva la principale linea guida sarà il principio della rappresentazione vera e corretta²⁰¹ che nel rappresentare la situazione patrimoniale e finanziaria della società impone sia rispettato, come già ricordato, il criterio della prevalenza della sostanza sulla forma dell'operazione.

Tuttavia occorre notare come lo IAS 32, pur dimostrandosi *prima facie* ampiamente conforme sia a tale criterio generale che alle regole sopra riportate in tema di distinzione tra *equity* e *liabilities*, a ben vedere se ne discosta da più punti, sancendo altrettante eccezioni, allo scopo (apparentemente) di rendere il criterio classificatorio maggiormente fedele ad una sottesa realtà economico-finanziaria.

Occorre infatti rilevare che in merito alla nozione di passività finanziaria contenuta nello IAS 32 sono sorte alcune problematiche per tutti quelli strumenti che facciano applicazione del diritto di recesso²⁰². Ci si riferisce a tutte quelle ipotesi in cui la legge, lo statuto o il regolamento per quanto concerne gli strumenti finanziari, attribuisca al socio o al titolare dello strumento un diritto di recesso, sia esso *ad nutum* o quale conseguenza di eventi oggettivi.

Nell'uno e nell'altro caso il principio contabile IAS 32 *prevedeva* – poiché oggi non è più così – che, non godendo la società di una possibilità che le consentisse di sottrarsi al rimborso del valore degli strumenti per cui veniva esercitato il recesso, quest'ultimi dovessero essere in ogni caso classificati tra le passività. Da ciò ne conseguiva la circostanza che ci fossero enti che strutturalmente non potessero esporre in bilancio alcuno strumento nel patrimonio netto, dovendo classificare tutti gli strumenti emessi tra le passività, considerando che il nostro ordinamento concede sempre, all'avverarsi di determinate condizioni, la possibilità di recedere. Per risolvere tale inconveniente, nel febbraio del 2008 l' *International Accounting Standards Board* (IASB) ha modificato il principio IAS 32, tramite l'emendamento denominato *Puttable Financial Instruments and Obligations Arising on Liquidation*, che oggi consente l'iscrizione nel netto per tutti

²⁰¹ Per l'analisi di tale clausola generale, v. BUSSOLETTI e DE BIASI, *sub. art. 2343-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, vol. II, p. 991-992; COLOMBO, *I principi in tema di redazione del bilancio*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Granco Campobasso*, cit., vol., III, p. 169 ss.

²⁰² Cfr. TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, p. 456 ss.; PALLOTTI, *L'applicazione dei principi contabili internazionali in materia di strumenti finanziari: il caso delle cooperative*, in *Contr. e impr.*, 2009, 359 ss.

quegli strumenti il cui recesso avvenga con il rimborso di una somma corrispondente al suo *fair value*²⁰³.

Ciò nonostante, al di fuori della regolamentazione contabile del diritto di recesso, lo IAS 32 mostra ancora oggi alcune incongruenze. Basti ricordare che lo IAS 32 classifica ancora come passività ogni strumento che preveda un obbligo incondizionato (cioè cui la società non si possa sottrarre) di pagamento a terzi²⁰⁴.

Al riguardo alcune perplessità potrebbero essere legate alla classificazione di quegli strumenti o componenti di strumenti che pongono a carico della società un'obbligazione a consegnare al titolare dello strumento una quota proporzionale dell'attivo netto della società in caso di liquidazione. Come chiarito dal paragrafo 16 dello IAS 32, tali strumenti dovrebbero rientrare nelle passività finanziarie poiché l'obbligazione nasce dalla liquidazione che è certa ed esula dal controllo dell'entità (per esempio, entità a tempo determinato), oppure è incerta, ma a discrezione del possessore dello strumento. Tuttavia, in deroga alla definizione di passività finanziaria, uno strumento che preveda una siffatta obbligazione è classificato come strumento rappresentativo di capitale se

²⁰³ Circa la nozione di *fair value*, v. *infra*, Cap III, §5.

²⁰⁴ Molto particolare il caso delle azioni privilegiate, le quali come noto possono incorporare diversi diritti di natura patrimoniale. Nel determinare se un'azione privilegiata rappresenta una passività o uno strumento rappresentativo di capitale, lo IAS 32 (paragrafi 15-27) prevede che l'emittente debba valutare i diritti specifici incorporati nell'azione per poter determinare se essa presenta le caratteristiche essenziali di una passività finanziaria. Per esempio, un'azione privilegiata che preveda il rimborso a una data specifica o a scelta del possessore contiene una passività finanziaria perché l'emittente ha un'obbligazione a trasferire attività finanziarie al possessore dell'azione. La potenziale incapacità di un emittente di soddisfare un'obbligazione a rimborsare un'azione privilegiata quando è contrattualmente obbligato a farlo, sia essa dovuta a una mancanza di fondi, a vincoli statuari ovvero a utili o riserve insufficienti, non annulla l'obbligazione. Un'opzione dell'emittente a rimborsare le azioni in cambio di disponibilità liquide non soddisfa la definizione di passività finanziaria perché l'emittente non ha un'obbligazione effettiva a trasferire attività finanziarie agli azionisti. In questo caso, il rimborso delle azioni avviene unicamente a discrezione dell'emittente. Un'obbligazione può sorgere, tuttavia, quando l'emittente delle azioni esercita la sua opzione, solitamente notificando formalmente agli azionisti l'intenzione di rimborsare le azioni. Quando invece le azioni privilegiate non sono rimborsabili, la classificazione corretta è determinata dagli altri diritti a esse incorporati. La classificazione si basa su una valutazione della sostanza degli accordi contrattuali e sulle definizioni di passività finanziaria e di strumento rappresentativo di capitale. Quando le distribuzioni ai possessori delle azioni privilegiate, sia cumulative che non cumulative, avvengono a discrezione dell'emittente le azioni sono considerate come strumenti rappresentativi di capitale. Per una disamina, cfr. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 15, in cui l'Autore evidenzia che “ Ne consegue che le azioni privilegiate possono (*rectius*, devono) essere classificate contabilmente come passività finanziarie, e non come strumenti rappresentativi di capitale, laddove prevedano il diritto per il detentore di richiedere il rimborso oppure siano regolate da clausole (per esempio, dividendi sempre crescenti) che costituiscano per l'emittente un incentivo a rimborsarle. La classificazione giuridica come *equity* è a tal fine del tutto ininfluenza. Viceversa, non è escluso che uno strumento ibrido possa essere imputato contabilmente a patrimonio netto, se abbia durata perpetua e preveda per l'emittente la facoltà, ma non l'obbligo, di rimborso prima della scadenza statutaria della società. In tale ultimo caso le distribuzioni a favore dello strumento dovranno essere addebitate dall'emittente direttamente al patrimonio netto, a riduzione dell'utile distribuibile.”

presenta tutte le caratteristiche indicate nel paragrafo 16(C)²⁰⁵, tra cui la circostanza che lo strumento rientri nella classe di strumenti subordinata a tutte le altre classi di strumenti²⁰⁶.

Per rientrare in tale classe, lo strumento:

(i) non deve avere priorità su altri diritti vantati sulle attività dell'entità al momento della liquidazione, e

(ii) non deve essere necessariamente convertito in un altro strumento prima di rientrare nella classe di strumenti subordinata a tutte le altre classi di strumenti.

Nel caso in cui lo strumento finanziario non soddisfi tutti requisiti previsti, tra cui quelli ricordati, dovrà collocarsi all'interno delle passività. Inoltre affinché uno strumento possa essere classificato come strumento rappresentativo di patrimonio netto, oltre alle caratteristiche appena descritte, è necessario, ai sensi del paragrafo 16(D) dello IAS 32, che l'emittente non abbia altri strumenti finanziari o contratti che comportino:

«(a) flussi finanziari totali basati sostanzialmente sul risultato economico, una variazione dell'attivo netto rilevato o una variazione del *fair value* (valore equo) dell'attivo netto rilevato o non rilevato dell'entità (escluso qualsiasi effetto dello strumento o del contratto); e

(b) l'effetto di fissare o ridurre sostanzialmente il valore residuo per i possessori di strumenti.»

²⁰⁵ Il paragrafo 16(C) dello IAS 32 prevede che: “(a) lo strumento conferisce al suo possessore il diritto ad una quota proporzionale dell'attivo netto dell'entità in caso di liquidazione della stessa. L'attivo netto dell'entità è costituito dalle attività residue una volta soddisfatto ogni altro diritto vantato sulle sue attività. Una quota proporzionale viene calcolata:

(i) dividendo l'attivo netto dell'entità all'atto della liquidazione in unità di pari ammontare; e

(ii) moltiplicando il valore così ottenuto per il numero di unità detenute dal possessore dello strumento finanziario.

(b) Lo strumento rientra nella classe di strumenti subordinata a tutte le altre classi di strumenti. Per rientrare in tale classe, lo strumento:

(i) non ha priorità su altri diritti vantati sulle attività dell'entità al momento della liquidazione, e

(ii) non deve essere necessariamente convertito in un altro strumento prima di rientrare nella classe di strumenti subordinata a tutte le altre classi di strumenti.

(c) Tutti gli strumenti finanziari rientranti nella classe di strumenti subordinata a tutte le altre classi di strumenti devono comportare un'identica obbligazione contrattuale a carico dell'entità emittente di consegnare una quota proporzionale del proprio attivo netto in caso di liquidazione.

²⁰⁶ Per un esempio concreto in questo senso si può far riferimento al bilancio del 2012 della società tedesca RWE, in cui lo strumento ibrido perpetuo emesso nel settembre del 2010 viene contabilizzato come voce di patrimonio netto e la remunerazione corrisposta all'investitore viene dedotta dall'utile netto. Numerose altre società europee che nel corso dell'ultimo triennio hanno emesso strumenti ibridi perpetui o a lunghissima scadenza hanno optato per una contabilizzazione dello strumento come voce di patrimonio netto (si veda, ad esempio, Edf, SSE, Dong, Alliander, Knp).

Qualora la società non sia in grado di stabilire se tale requisito sia soddisfatto o meno, lo strumento non può essere classificato come strumento rappresentativo di capitale. Pertanto, sembra corretto affermare che, laddove siano stati emessi più categorie di strumenti finanziari con le caratteristiche sopra descritte, almeno una di queste categorie dovrebbe classificarsi come passività finanziaria.

Appare evidente come il risultato possa essere spesso distorsivo seppur non criticabile dal punto di vista del risultato in un'ottica prudenziale. Infatti, sarà certamente possibile la creazione di strumenti finanziari partecipativi (ovvero senza obbligo di rimborso e pertanto strumenti di patrimonio netto non rappresentativi di una voce di debito) a cui venga attribuito il diritto ad una quota proporzionale dell'attivo netto della società in caso di liquidazione, ma che siano privilegiati nella ripartizione dell'attivo rispetto ad un'altra categoria di strumenti finanziari partecipativi. Inoltre, in ogni caso tali strumenti saranno tendenzialmente privilegiati rispetto alle azioni (visto che possono essere al massimo equiparati alle stesse) in sede di ripartizione dell'attivo residuo, dal momento che i soci si dovranno essere in ogni caso i *residual claimant*. Ebbene in tutte queste ipotesi tali strumenti, in base al principio contabile internazionale sopra richiamato, dovranno collocarsi tra le passività finanziarie e non nel patrimonio netto, il che pur non apparendo del tutto corretto in linea di principio, comportando un sensibile aumento dell'indebitamento societario, sembra essere senz'altro preferibile all'ipotesi opposta in cui invece si causi uno sbilanciamento che miri a incrementare in maniera non veritiera le voci del patrimonio netto²⁰⁷.

Senza voler esaminare in questa sede tutti i profili di problematicità presenti all'interno dello IAS 32, poiché ciò esulerebbe dai limiti di questo lavoro, appare doveroso segnalare più in generale come i principi contabili internazionali convergano, senz'altro in un'ottica prudenziale, verso una tecnica di classificazione di gran parte degli strumenti finanziari tra le passività, lasciando al patrimonio netto una componente

²⁰⁷ Inoltre affinché uno strumento possa essere classificato come strumento rappresentativo di patrimonio netto, oltre alle caratteristiche appena descritte, è necessario, ai sensi del paragrafo 16(D) dello IAS 32, che l'emittente non abbia altri strumenti finanziari o contratti che comportino:

“(a) flussi finanziari totali basati sostanzialmente sul risultato economico, una variazione dell'attivo netto rilevato o una variazione del *fair value* (valore equo) dell'attivo netto rilevato o non rilevato dell'entità (escluso qualsiasi effetto dello strumento o del contratto); e

(b) l'effetto di fissare o ridurre sostanzialmente il valore residuo per i possessori di strumenti.”

Qualora la società non sia in grado di stabilire se tale requisito sia soddisfatto o meno, lo strumento non può essere classificato come strumento rappresentativo di capitale. Pertanto, laddove siano stati emessi più categorie di strumenti finanziari con le caratteristiche sopra descritte, almeno una di queste categorie andrà a classificarsi come passività finanziaria.

meramente residuale o addirittura eventuale. Per tali ragioni i *Financial Accounting Standards Board* (FASB)²⁰⁸ stanno attualmente dedicando particolare attenzione ad una rivisitazione dello IAS 32 al fine di migliorarne l'operatività pratica.

Il tema in questione si presenta di particolare rilevanza poiché la corretta contabilizzazione degli strumenti finanziari partecipativi appare essere essenziale nell'impiego di tali strumenti se si considera che il diverso trattamento tra titoli di rischio e titoli di debito può impattare in maniera rilevante sulla situazione d'impresa e sull'analisi dei suoi equilibri economici, finanziari e patrimoniali. In particolare, infatti, l'inquadramento di uno strumento finanziario tra le poste di debito o di capitale proprio assumerà rilievo con riguardo, ad esempio, agli indici relativi sia al grado di indebitamento finanziario che a quello di patrimonializzazione della società.

Non è tuttavia solamente questo il profilo di criticità relativo all'adozione dei principi contabili internazionali per quanto concerne la contabilizzazione degli strumenti finanziari.

Le ulteriori disfunzioni del sistema del patrimonio netto nell'ambito di applicazione dei principi contabili internazionali sono infatti legate alla applicazione del c.d. *fair value*²⁰⁹.

²⁰⁸ In particolare gli standard setter hanno incluso nella loro agenda un ulteriore progetto, denominato *Financial Instruments with Characteristics of Equity*, rivolto alla rideterminazione dei criteri classificatori per gli strumenti finanziari emessi dalle imprese contenuti nei principi contabili. Il progetto è ancora in corso di sviluppo e dovrebbe essere finalizzato e pubblicato nella seconda metà del 2014. Lo stato d'avanzamento del progetto e numerose informazioni a riguardo sono consultabili sul sito www.fasb.org.

²⁰⁹ Il *fair value*, tradotto dalle direttive comunitarie come "valore equo", "valore di mercato" o "valore corrente" (anche se secondo i puristi la definizione di *fair value* non trova una corrispondente definizione nella lingua italiana, come sembra condividere il nostro legislatore, il quale non ha tradotto tale espressione nel codice civile), altro non è che il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili, esso dovrebbe quindi il valore corrente di scambio del bene, rappresentato dai prezzi di mercato ove disponibili, ovvero da ragionevoli approssimazioni di tali prezzi, come previsto dalla lettera b) del comma 3 dell'art. 2427-bis) c.c., determinate mediante l'utilizzo di tecniche e modelli valutativi di generale accettazione. Ai sensi dello IAS 39, a questa regola generale fanno eccezione:

- a. le attività finanziarie possedute fino a scadenza (*Held to maturity*, HTM) che devono essere valutate al costo ammortizzato;
- b. i prestiti e finanziamenti per i quali il criterio di valutazione è rappresentato dal costo ammortizzato;
- c. gli strumenti rappresentativi di capitale, che non hanno un prezzo di mercato quotato in un mercato attivo e il cui *fair value* non può essere misurato attendibilmente, che devono essere valutati al costo. Anche gli strumenti derivati che vi sono correlati e che devono essere regolati con la consegna di tali strumenti rappresentativi di capitale non quotati seguono la stessa modalità di valutazione.

Circa la definizione e l'utilizzo del *fair value*, cfr. STRAMPELLI, *Informazioni relative al valore equo fair value*, *Commento agli artt. 2423-ter)-2427-bis)*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da

Infatti mentre la disciplina codicistica individua come criterio fondamentale quello del c.d. costo storico, nei principi contabili internazionali il bene dovrà essere valutato al suo *fair value*, che – in maniera semplicistica – dovrebbe essere pari al suo valore di mercato inteso come corrispettivo al quale un bene può essere scambiato o una passività estinta tra parti consapevoli in una transazione. In particolare lo IAS 39, infatti, prevede che gran parte delle passività finanziarie siano valutate al *fair value*²¹⁰.

La più vistosa differenza tra i due criteri di valutazione si può ravvisare nella circostanza che la valutazione al prezzo di mercato, ovvero al *fair value*, incorpora aspettative di redditi futuri e futuri flussi di cassa e, quindi, conduce a recepire nel bilancio utili non ancora realizzati. Differentemente il bilancio nel quale le valutazioni sono essenzialmente incentrate sul costo storico recepisce valori derivanti da eventi già registrati nella contabilità. Si tratta quindi di due informative differenti, una rivolta al passato – quella del costo storico – e una al futuro – quella del *fair value*.

Ne derivano, quindi, da un lato, un quantomeno parziale abbandono del principio di prudenza, funzionale alla tutela del creditore e, dall'altro lato, una maggiore soggettività del bilancio alla volatilità dei risultati economici aziendali. Tale principio sembrerebbe comportare, pertanto, l'inconveniente di avere un minor grado di *reliability* e conseguentemente risultare complessivamente meno attendibile nella misurazione dell'utile distribuibile.

L'effetto appena ricordato appare peraltro una conseguenza accettabile per investitori con una prospettiva di breve termine e con una elevata propensione al rischio, risultando invece un inconveniente non gradito ai soci e agli investitori con un'ottica di lungo termine con una scarsa propensione al rischio²¹¹.

MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di NOTARI, BIANCHI, Milano, 2006, p. 576 ss.; PIZZO, *Il "fair value" nel bilancio di esercizio*, Padova, 2000, p. 7 ss.; per l'applicazione del *fair value* agli strumenti finanziari, cfr. ROSSI, *Il concetto di fair value e la valutazione degli strumenti finanziari*, Milano, 2003, p. 1 ss.; POZZOLI, *Aspetti tecnico-valutativi: il fair value*, in *Il Giornale dei dottori commercialisti*, n.1, 2005, p. 25 ss.; SIMONCINI, *Fair value: considerazioni in merito al concetto applicato ad alcuni strumenti finanziari*, in *Andaf Magazine*, gennaio 2005.

²¹⁰ In particolare il criterio del *fair value* è obbligatorio, per quelle passività classificate come detenute per la negoziazione, in quanto (a) sostenute al fine di riacquistarle a breve; (b) facenti parte di un portafoglio di negoziazione gestito in massa; (c) strumenti derivati; e facoltativo (c.d. *fair value option*), per quelle passività (a) la cui valutazione al *fair value* elimini un *accounting mismatch* con altre attività o passività; (b) facenti parte di un gruppo di attività/passività gestite al *fair value* nell'ambito di una documentata politica di *risk management*; (c) che siano strumenti ibridi contenenti derivati incorporati (*embedded derivatives*) di cui non sia consentita (o possibile) la separazione.

²¹¹ Sul punto cfr. SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili internazionali*, cit.,

Queste considerazioni inducono a ritenere che il principio del *fair value* sia rivolto ad attrarre gli investitori di breve termine, ai quali interessa decidere come orientare le proprie decisioni, mediante un'informativa rivolta più al futuro che al passato.

Ciò risulta coerente con gli obiettivi che stanno alla base della scelta comunitaria di adottare i principi contabili internazionali e che attengono all'esigenza di rendere competitive le imprese comunitarie a livello mondiale e di rafforzare la libertà di movimento dei capitali nei mercati comunitari²¹².

Per quel che interessa in questa sede, ovvero per quanto concerne la valutazione degli strumenti finanziari, l'applicazione del principio del *fair value* può comportare numerose anomalie nell'ambito della funzione non solamente informativa ma anche propriamente organizzativa affidata al bilancio, sia per quanto riguarda gli strumenti finanziari di tipo partecipativo, ai fini della loro rappresentazione nel patrimonio netto, sia per ciò che concerne gli strumenti finanziari non partecipativi, quali voci dell'indebitamento societario.

In particolare, per gli strumenti rappresentativi del capitale e, più in generale, del patrimonio netto, è stato evidenziato come l'utilizzo del *fair value* possa condizionare l'applicazione delle soglie previste ai fini dell'applicazione della salvaguardia del netto indisponibile e, più propriamente, quelle previste ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c.²¹³, alternandone profondamente la sostanza e l'efficacia.

In particolare si corre il rischio di attuare un'anticipazione dell'applicazione delle norme appena ricordate derivante dal fatto che si potrebbero registrare perdite di carattere meramente transitorio.

p. 1125 ss.; ID. *Principi contabili internazionali e finalità dell'informazione finanziaria*, in *Corr. giur.*, 2007, V, p. 597 ss.

²¹² In particolare il quarto considerando del Reg. 1606/2002 prevede: "Il presente regolamento mira a contribuire ad un funzionamento efficiente, sotto il profilo operativo e dei costi, dei mercati dei capitali. La tutela degli investitori e il mantenimento della fiducia sono anch'essi aspetti importanti del completamento del mercato interno nel settore finanziario. Il presente regolamento rafforza la libertà di movimento dei capitali nel mercato interno e contribuisce a mettere le imprese comunitarie nelle condizioni di competere ad armi pari per l'allocazione delle risorse finanziarie disponibili nei mercati comunitari dei capitali nonché in quelli mondiali." Mentre il quinto riporta: "È fondamentale per la competitività dei mercati comunitari dei capitali promuovere la convergenza dei principi seguiti in Europa per redigere i bilanci, introducendo l'uso di principi contabili internazionali che possano essere riconosciuti su scala mondiale, al fine di realizzare operazioni transfrontaliere o di ottenere l'ammissione alla quotazione ovunque nel mondo".

²¹³ Cfr. SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio*, cit., p. 1125 ss; ID., *Principi contabili internazionali e finalità dell'informazione finanziaria*, cit., p. 597 ss.

D'altro canto può accadere che i plusvalori non realizzati abbassino le perdite provocando un'alterazione in senso opposto, ovvero comportando un ritardo nell'applicazione della regola "ricapitalizza o liquida".

Questo fenomeno non appare mitigato dalla presenza delle riserve da *fair value*, ovvero dalla previsione di una riserva indisponibile realizzata dai plusvalori derivanti dall'applicazione del *fair value*²¹⁴. Tali riserve²¹⁵ sono distribuibili solo dopo la riduzione della riserva a seguito della loro realizzazione, non sono utilizzabili per l'aumento del capitale sociale, per il pagamento di dividendi ai possessori di azioni correlate, per l'acquisto di azioni proprie o di società controllante, o per operazioni che comunque possano portare alla distribuzione dei plusvalori da *fair value*. Inoltre tale riserva può essere utilizzata per la copertura delle perdite di esercizio solo dopo aver utilizzato le riserve di utili disponibili e la riserva legale: in questo modo la riserva da *fair value* è collocata, nello schieramento delle riserve a protezione del capitale, all'ultimo posto, proprio perché si tratta di una riserva di problematica stabilità (se infatti la riserva da *fair value* "stesse per venir meno" per effetto di mutamento del valore di mercato del bene al cui plusvalore essa costituiva contropartita, la perdita risulterebbe coperta "con un valore che sta per venire meno", cioè, in estrema ipotesi, col nulla). Proprio in questo modo però, l'utilizzo della "finta" riserva, farà sì che venga ritardato il meccanismo della regola "ricapitalizza o liquida", laddove, invece, tale regola sarebbe correttamente applicata se il netto patrimoniale fosse valutato al costo storico. In definitiva, quindi, tali riserve compromettono la salvaguardia del capitale sociale proprio quando ne avrebbe maggiormente bisogno, ovvero quando la società si trova in uno stato di crisi o di difficoltà finanziaria.

In questo contesto occorre tuttavia ricordare che naturalmente la valutazione al *fair value*, in quanto equivalente al valore di mercato, non potrà essere utilizzata tutte le volte in cui uno strumento non ha un prezzo di mercato quotato in un mercato attivo e il cui *fair value* non può essere misurato attendibilmente. A ben vedere nel nostro Paese la quasi totalità degli strumenti finanziari, soprattutto se partecipativi, non sono negoziati e

²¹⁴ Vedi artt. 5, 6 e 7 d. lgs. n. 38, artt. 2433, 2478-bis e 2481-ter c.c.

²¹⁵ Per una trattazione sulle riserve da *fair value*, v., Strampelli, *Le riserve da fair value: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e la natura del patrimonio netto*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 243 ss.

pertanto non presentano un prezzo di mercato. In tutti questi casi, quindi, gli strumenti finanziari dovranno quindi essere valutati al costo storico²¹⁶.

Nonostante i limiti finora esposti il legislatore italiano ha introdotto il concetto di *fair value* nel codice civile, proprio con riferimento agli strumenti finanziari, mediante il nuovo articolo 2427-bis), titolato “Informazioni relative al valore equo degli strumenti finanziari”, nonché in una integrazione dell’articolo 2428 relativo alla relazione sulla gestione (in cui si è aggiunto il punto 6-bis), entrambi introdotti attraverso il decreto legislativo n. 394/2003, che recepisce, con effetto dai bilanci relativi al 2005, la direttiva 2001/65/CE.

La direttiva 2001/65/CE non individuava una definizione di strumenti finanziari, demandando così ai legislatori nazionali il compito di delimitare i confini della fattispecie. Tuttavia, come abbiamo avuto modo di esaminare nelle pagine che precedono, neanche il nostro legislatore ha previsto all’interno del codice civile una definizione di strumenti finanziari e, nell’ambito della legislazione nazionale, l’unica definizione in questo senso è contenuta all’art. 1, comma 2, del T.U.F. Questa definizione però non sembra poter essere utilizzata ai fini della ricostruzione dell’ambito applicativo della disciplina in commento, dal momento che non comprende i crediti, i debiti, i contratti derivati sui crediti e in generale i mezzi di pagamento, che invece rientrano nelle attività finanziarie di cui agli IAS. Pertanto il legislatore italiano, al fine di colmare questo vuoto, aveva inizialmente previsto al quinto comma dell’art. 2427-bis l’espresso richiamo «ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con la disciplina in materia dell’Unione Europea». Successivamente tale comma è stato abrogato dal d.lgs. 2 novembre 2008 n. 173 ed è stato trasposto nel secondo comma dell’art. 2427 c.c., il quale oggi prevede che per le definizioni di “strumento finanziario”, “strumento finanziario derivato”, “*fair value*”, “parte correlata” e “modello e tecnica di valutazione generalmente accettato” ai fini dell’applicazione del primo comma, nn. 22-bis), 22-ter) dell’art. 2427 e degli artt. 2427-bis e 2428, terzo comma, c.c., si faccia riferimento ai principi contabili internazionali adottati dall’Unione Europea.

Occorre tuttavia segnalare che l’informativa prevista dall’art. 2427-bis c.c. non riguarda tutti gli strumenti finanziari, ma esclusivamente gli strumenti finanziari derivati²¹⁷,

²¹⁶ Cfr. IAS 39, par. 46.

come definiti dai principi contabili internazionali e, quindi, in particolare tutti quelli strumenti utilizzati per la gestione dei rischi finanziari, quali, ad esempio, i *futures*²¹⁸, i *forward rate agreement*²¹⁹, gli *option*²²⁰, gli *swap*²²¹ e *credit derivatives*²²²²²³.

Gli strumenti derivati, pur rientrando nel *genus* degli strumenti finanziari, si contraddistinguono per le caratteristiche e gli impieghi, sia dagli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c. sia dagli strumenti comunque denominati di cui agli art. 2411, ultimo comma, c.c. i quali ricalcano lo schema tipico delle obbligazioni e, pertanto, la loro trattazione esula dal presente lavoro.

Ad ogni modo è interessante notare come, in questo caso, il legislatore si sia preoccupato di disciplinare le ipotesi in cui non sia possibile individuare facilmente un

²¹⁷ Oltre che le immobilizzazioni finanziarie. E' infatti previsto che nella nota integrativa siano indicati, per le immobilizzazioni finanziarie iscritte a un valore superiore al loro *fair value*, con esclusione delle partecipazioni in società controllate e collegate ai sensi dell'art. 2359 e delle partecipazioni in joint venture :

- a) il valore contabile e il *fair value* delle singole attività, o di appropriati raggruppamenti di tali attività;
- b) i motivi per i quali il valore contabile non è stato ridotto, inclusa la natura degli elementi sostanziali sui quali si basa il convincimento che tale valore possa essere recuperato.

²¹⁸ I *futures* sono contratti derivati standardizzati, negoziati nella Borsa, con i quali le parti si impegnano a scambiare ad una data prestabilita determinate attività oppure a versare o a riscuotere un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento, con l'obiettivo di fissare il prezzo di un'attività a termine. I *futurs* a loro volta si possono distinguere in diverse tipologie: *interest rate futures* con o senza titolo sottostante (su tassi d'interesse); *currency futures* (su valuta); *stock index futures* (su titoli azionari); *commodity futures* (su beni di consumo quotati in appositi listini).

²¹⁹ I *forward rate agreement* sono contratti derivati mediante i quali le parti si impegnano a versare e riscuotere ad una data prestabilita un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento sui tassi d'interesse. Con questo contratto le parti si impegnano a scambiarsi a scadenza prefissata un flusso di cassa commisurato al differenziale esistente tra il futuro tasso di interesse indicato dal mercato e quello concordato tra le parti alla data di stipula del contratto, al fine di ridurre i margini di incertezza connessi alle possibili variazioni dei tassi di interesse futuri.

²²⁰ L'*option* rappresenta un contratto derivato con cui si conferisce ad un contraente il diritto (la facoltà) di acquistare o vendere determinate attività, ad una certa data, ad un certo prezzo previo pagamento di un premio.

²²¹ Tali strumenti consentono di limitare il rischio di cambio o di interesse tramite lo scambio a termine di una serie di flussi monetari, determinati in base all'andamento di particolari indicatori finanziari. Anche gli *swap* si possono concretizzare in diverse forme, quali, gli *interest rate swap*; *domestic currency swap*; *cross currency swap*; *equity swap*.

²²² Si tratta di strumenti usati per assumere o trasferire a terzi il rischio di credito. L'oggetto di tali contratti si può identificare nell'assunzione del rischio di credito senza il trasferimento del credito sottostante e senza ricorrere ad un negozio di garanzia personale o reale.

²²³ Inoltre, ai sensi del secondo comma dell'art. 2427-bis c.c., ai fini dell'applicazione delle disposizioni del primo comma, sono considerati strumenti finanziari derivati anche quelli collegati a merci che conferiscono all'una o all'altra parte contraente il diritto di procedere alla liquidazione del contratto per contanti o mediante altri strumenti finanziari, ad eccezione del caso in cui si verificano contemporaneamente le seguenti condizioni:

- a) il contratto sia stato concluso e sia mantenuto per soddisfare le esigenze previste dalla società che redige il bilancio di acquisto, di vendita o di utilizzo delle merci;
- b) il contratto sia stato destinato a tale scopo fin dalla sua conclusione;
- c) si prevede che il contratto sia eseguito mediante consegna della merce.

mercato attivo e, quindi, il *fair value* non possa essere determinato con riferimento al valore di mercato²²⁴.

In buona sostanza dall'esame di questa disposizione si potrebbe sostenere che, in realtà, è lo stesso legislatore a rendersi conto della difficoltà, se non dell'improbabilità, di aggiudicare un valore veritiero e corretto sulla base del *fair value* (in particolare per gli strumenti finanziari derivati) in ragione della inattendibilità razionale del risultato atteso²²⁵.

²²⁴ Ai sensi del terzo comma dell'art. 2427-bis c.c., il *fair value* è determinato con riferimento:

a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo;

b) al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato.

Infine è contemplata anche l'ipotesi in cui il *fair value* non possa essere determinato nel caso in cui l'applicazione dei criteri indicati dal terzo comma dell'art. 2427-bis non dia un risultato attendibile (art. 2427-bis, quarto comma, c.c.).

²²⁵ In questo senso, cfr. COSSU-SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, IV, p. 401 ss.

CAPITOLO IV

Gli strumenti finanziari partecipativi: elementi della fattispecie e diritti patrimoniali

1. Alcune premesse “sistematiche”

Al fine di dare una coerenza logica all’analisi oggetto di questo studio, appare doveroso muovere una premessa di tipo sistematico all’impostazione adottata nelle pagine che seguiranno. Dall’esame della rappresentazione contabile di cui alle pagine che precedono sono emersi implicitamente alcuni aspetti relativi all’attribuzione dei diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi e, in particolare, da un lato la possibilità di attribuire una partecipazione agli utili e alle perdite per quanto riguarda gli strumenti partecipativi e, dall’altro, la circostanza che non solo gli interessi, ma anche l’apporto versato da parte dei sottoscrittori degli strumenti finanziari di tipo obbligazionario possa essere condizionato all’andamento economico della società emittente.

In quest’ottica, occorre primariamente ricordare che dalla lettura dell’art. 2346, ultimo comma, c.c. emerge chiaramente l’essenzialità della presenza di diritti patrimoniali, dal momento che la locuzione “o anche”²²⁶ pone i diritti amministrativi come meramente eventuali. Da ciò appare naturale evincere che non possono essere emessi strumenti finanziari partecipativi totalmente privi di diritti patrimoniali e che, al contrario, questi non possono in alcun caso mancare, riflettendo la natura giuridica e la causa economica dell’operazione sottostante l’emissione²²⁷.

I diritti amministrativi, al contrario, potrebbero anche essere assenti e pertanto essi non qualificano la fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi, ma possono arricchirne il contenuto in modo funzionalmente coordinato ai sottesi diritti patrimoniali.

²²⁶ Si ricorda che grazie all’emendamento operato alla versione iniziale della norma in questione, mediante avviso di rettifica pubblicato in G.U. n. 153 del 4 luglio 2003, la formulazione che indicava “diritti patrimoniali o amministrativi” è stata sostituita con “diritti patrimoniali o anche amministrativi”, per cui dal tenore letterale della norma si evince che i diritti di cui possono essere dotati gli strumenti finanziari partecipativi possono essere esclusivamente patrimoniali, o in aggiunta, anche amministrativi, esclusa la possibilità di diritto di voto nell’assemblea generale degli azionisti.

²²⁷ Cfr. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit. p. 631, in cui l’A. evidenzia come i diritti patrimoniali siano un elemento essenziale della fattispecie rappresentando “la cartina di tornasole che riflette la natura giuridica e la causa economica dell’operazione sottostante l’emissione dei medesimi, per cui non può darsi il caso di strumenti finanziari che ne siano del tutto privi”.

Questa conclusione conferma la connotazione economico-patrimoniale di tutte le forme di partecipazione alla società che esulano dal rapporto societario inteso in senso stretto (ovvero quello tra i soci e la società). Pertanto, ancora una volta, si può sostenere che gli strumenti finanziari partecipativi si distinguono dalle obbligazioni e dagli strumenti finanziari che appartengono al capitale di debito per la loro connotazione “partecipativa” che deriva dal loro contenuto patrimoniale e, solo conseguentemente, amministrativo²²⁸.

Appare a questo punto di primaria importanza nell’analisi dell’oggetto del presente lavoro, comprendere le differenze che possono rintracciarsi sul piano dei diritti patrimoniali tra le due macro-categorie di strumenti finanziari.

Alla luce di queste considerazioni, in questo capitolo verrà dedicata particolare attenzione ad alcuni aspetti peculiari inerenti agli strumenti finanziari partecipativi al fine di poter operare un confronto con la disciplina prevista per gli strumenti finanziari di tipo obbligazionario e per le c.d. obbligazioni partecipative introdotte dal Decreto Sviluppo, che verrà approfondita nel capitolo successivo.

Dal momento che l’assunzione posta alla base di questo studio – più volte sottolineata nelle pagine che precedono – è quella di non ritenere applicabili agli strumenti finanziari di tipo obbligazionario i diritti amministrativi previsti in tema di strumenti finanziari partecipativi²²⁹, non mi soffermerò in questa sede sugli aspetti inerenti ai diritti amministrativi/organizzativi attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi. Tali diritti – pur rappresentando, a mio avviso, una conseguenza derivante dalla configurazione di tipo patrimoniale degli strumenti finanziari – poiché assolutamente

²²⁸ Per le argomentazioni a sostegno di questa tesi, si rimanda, *supra*, Cap. II.

²²⁹ Cfr. in questo senso, CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 33 ss., laddove l’Autore sostiene che “Pur non essendo la dotazione di tali poteri, elemento qualificante la categoria, la prerogativa del loro riconoscimento è *esclusiva* degli ibridi partecipativi. In questa prospettiva va letto l’esatto riconoscimento, nell’articolo 2351, ultimo comma, agli strumenti finanziari previsti, dagli art. 2346 e 3249, come a quelli che possono essere forniti del diritto di voto su particolari argomenti e del potere di nominare un componente indipendente dell’organo di controllo di gestione della società. Il mancato richiamo agli strumenti di cui agli artt. 2411 e 2447-ter non è superabile attraverso il ricorso all’analogia”. In senso opposto, ritiene che possa essere attribuito il diritto di voto anche agli strumenti finanziari obbligazionari, PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1298 ss. Secondo TOMBARI, invece lo statuto potrebbe accordare anche agli obbligazionisti soggetti in parte al rischio di impresa, come i possessori di obbligazioni subordinate, poteri di influenza debole sulla gestione sociale, ma la dotazione di tali poteri inquadrebbe tali strumenti nella fattispecie degli ibridi partecipativi (fermi restando i limiti all’emissione) e non in quella delle obbligazioni in senso proprio. Tale orientamento discende dall’impostazione adottata dall’Autore che rintraccia la distinzione tra strumenti finanziari partecipativi e non, nell’attribuzione dei diritti amministrativi. Cfr. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, cit. p. 1095 ss.; ID., *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 391 ss. Per maggiori approfondimenti si rimanda, *supra*, § II.

rilevanti, meriterebbero uno studio a sé stante che non si concilierebbe con l'analisi operata in questa sede.

2. La causa dell'operazione economica posta alla base dell'emissione

Nel tentativo di esaminare le differenze di disciplina tra gli strumenti finanziari partecipativi e non, credo che sia doveroso preliminarmente trattare il tema della «causa giuridica e della funzione economica»²³⁰ dell'operazione sottostante l'emissione degli strumenti finanziari.

Per quanto concerne gli strumenti finanziari di tipo obbligazionario, essi, in quanto tali, rappresentano una modalità di raccolta di mezzi finanziari per la società e, pertanto, la loro causa non può che essere quella tipica di un'operazione di finanziamento²³¹. Lo stesso non si può dire, invece, degli strumenti finanziari partecipativi, la cui regolamentazione è rimessa allo statuto, e quindi al contratto sociale ex art. 2346, ultimo comma, c.c., mentre la decisione inerente all'emissione, in mancanza di un'idonea previsione, sembra dover essere affidata all'assemblea straordinaria, in quanto organo competente per le modifiche statutarie²³².

Tuttavia, nonostante le prerogative patrimoniali attribuibili a tali strumenti non siano sempre facilmente distinguibili da quelle dell'azionista, come verrà esaminato nel successivo capitolo²³³, sembra difficile sostenere che la causa dell'emissione di tali strumenti risieda nel contratto di società, vale a dire nell'esercizio in comune dell'attività economica di cui all'art. 2247 c.c., dal momento che i portatori degli strumenti finanziari partecipativi non sono soci e a essi non è data facoltà di costituire il contratto sociale dando vita a una società²³⁴. Inoltre, come ricordato nel precedente

²³⁰ Così, NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 77.

²³¹ Cfr. GIANNELLI, in AA.VV., *Diritto delle società, Manuale breve*, cit., p. 170 ss.

²³² Alcuni Autori sostengono che la previsione dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi possa essere di competenza dell'organo amministrativo, v. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, cit., p. 133 ss., o comunque delegabile all'organo amministrativo, v. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 640 ss.

²³³ Si rimanda, *infra*, Cap. IV, §5.

²³⁴ Autorevole dottrina, tuttavia, riconoscendo ampia sovrapposibilità tra la figura dell'azione e quella dello strumento finanziario partecipativo, pur non prendendo espressa posizione su tale problematica, ritiene che la distinzione tra le due fattispecie non possa essere rintracciata sul piano della causa ma su quello della forma dei congegni tecnici, cioè mediante i quali nei due casi la partecipazione viene organizzata e si realizza, così ANGELICI, *Introduzione alla riforma*, cit., p. 76 ss.

capitolo, gli apporti a fronte dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi non possono essere destinati al capitale sociale, ma solamente al patrimonio netto. Posto che, quindi, la provvista che dà luogo all'emissione di strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, ultimo comma, c.c. non è connotata dalla *causa societatis*, occorre chiedersi se invece la causa dell'emissione possa essere ravvisata in una *causa credendi*. Al riguardo alcuni autori, non ritenendo rintracciabile né una *causa societatis* né una *causa credendi*, guardano piuttosto al paradigma dell'associazione in partecipazione²³⁵, altri, invece, rintracciano non una, ma una pluralità di cause, sia tipiche che atipiche, a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi²³⁶.

Seppur la risposta a questo interrogativo appare particolarmente ardua, in assenza di chiare indicazioni normative, sono propensa a condividere la tesi di chi ritiene che gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, ultimo comma, rappresenterebbero una "struttura vuota" il cui contenuto e la cui causa debba essere di volta in volta determinata dalla parte, in base alle ragioni economiche sottese all'emissione. Infatti, il legislatore si è limitato a dettare alcune regole imprescindibili caratterizzanti l'emissione di tali strumenti, senza peraltro aver delimitato a priori i possibili scopi e gli utilizzi di tali strumenti. Questa affermazione appare coerente anche con gli intenti della riforma che, come ricordato²³⁷, ha voluto ampliare i canali di reperimento delle risorse finanziarie nella società per azioni. Attribuire agli strumenti finanziari partecipativi una determinata causa, vorrebbe dire affidare loro una determinata funzione, vanificando così l'obiettivo del legislatore. Pertanto, come è stato autorevolmente affermato, si potrebbe quindi ipotizzare una «pluralità di cause tipiche e atipiche dell'operazione con

²³⁵ In questo senso GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, cit. p. 135; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, cit., p. 129 ss. Nello stesso senso anche SPADA, *Diritto commerciale*, cit., p. 120, il quale ritiene che "la causa dell'attribuzione dell'apporto si adegua tipicamente a quella del contratto di associazione in partecipazione, in forza del quale l'obbligazione di restituzione dell'associante si qualifica tenendo conto degli utili e delle perdite dell'affare o dell'impresa alla quale l'associato partecipa"; v. anche ID., *Azioni e strumenti finanziari*, in *La riforma del diritto societario*, Atti del convegno di Roma, dicembre 2003, a cura del Consiglio Nazionale Notariato, suppl. fascicolo 2/2004, di *Studi e materiali*, Milano 2004, p. 221. Ss., ove l'A., riferendosi alla provvista che si avvale di strumenti finanziari partecipativi, utilizza l'espressione "finanziamento parasociale".

²³⁶ Alcuni Autori, esaminando la possibile natura dell'apporto che può consistere anche in prestazioni d'opera o servizi, sostengono che non si possa configurare in astratto una qualificazione giuridica unitaria del rapporto intercorrente fra la società ed i titolari di strumenti finanziari partecipativi, per cui questi ultimi non sarebbero contraddistinti da una causa tipica. Cfr. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit. p. 621, e NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 77 ss., ove si parla di "neutralità causale" del rapporto giuridico sottostante l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi. Nello stesso senso anche STAGNO D'ALCONTRES, *sub. art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, cit., p. 264.

²³⁷ V., *supra*, Cap. I, §1.

la quale viene effettuato l'apporto dei sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi»²³⁸. Gli strumenti finanziari partecipativi, infatti, si possono prestare a realizzare molteplici intenti, tra i quali, ad esempio, operazioni di *ventur capital* e di *private equity*, nonché operazioni di ristrutturazione del debito e di risanamento societario.

3. L'organo competente all'emissione

Il punto di partenza per cercare di delineare un quadro normativo di riferimento entro cui rintracciare le principali differenze tra gli strumenti finanziari partecipativi e gli strumenti finanziari obbligazionari credo vada anzitutto ricercato nell'organo competente all'emissione di tali strumenti.

Gli strumenti finanziari *ex art. 2346*, comma 6, c.c. proprio per la loro natura "partecipativa" nel senso descritto nelle pagine che precedono²³⁹, sono assimilati alla fattispecie azionaria e, pertanto, sono assoggettati, per ciò che concerne la loro emissione, ad una disciplina che in parte ricalca quella prevista per l'emissione delle azioni.

La loro origine è dunque da rintracciarsi nella fonte negoziale che deve regolare il contenuto di suddetti strumenti: in primo luogo, quindi, nello statuto sociale, che includerà il regolamento dello strumento finanziario. Non a caso l'art. 2346, sesto comma, c.c., dispone che «in tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e le condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione». Tali strumenti, partecipando al rischio di impresa fino al punto di non prevedere un diritto al rimborso del capitale apportato (in modo analogo alle azioni, seppur con una diversa imputazione dell'apporto²⁴⁰) potranno godere dei diritti amministrativi di cui all'articolo 2351, quinto comma, c.c. e quindi, partecipare, almeno in parte, sul piano dell'organizzazione

²³⁸ Così NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 78.

²³⁹ V., *supra*, Cap. II.

²⁴⁰ Si ricorda che l'apporto destinato all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, a differenza delle azioni, non potrà essere conferito nel capitale sociale, ma potrà essere destinato unicamente ad aumentare il patrimonio netto della società, in una voce delle riserve. V., *supra*, Cap III, §3.

sociale prevista dal contratto sociale. Per tale ragione la competenza all'emissione deve essere quindi necessariamente affidata all'assemblea generale, e in particolare a quella straordinaria, in quanto organo competente per le modificazioni statutarie.

A questo punto occorre però domandarsi se, e in che limiti, è possibile ammettere una competenza dell'organo amministrativo, esclusiva o concorrente con quella dell'assemblea straordinaria, all'emissione di strumenti finanziari partecipativi. Personalmente ritengo che, per le ragioni appena esposte, ossia per la circostanza che gli strumenti finanziari partecipativi possano interferire in misura più o meno significativa con le tipiche posizioni sociali dell'azionista, non sia possibile in alcun modo configurare una competenza esclusiva dell'organo gestorio all'emissione di tali strumenti²⁴¹.

Parimenti si otterrebbe lo stesso risultato introducendo una clausola statutaria che, ricalcando il contenuto dell'art. 2346, sesto comma, c.c., prevedesse una sorta di delega in bianco agli amministratori. Come affermato da autorevole dottrina, tale clausola sarebbe da ritenersi inammissibile in quanto contraria a norme imperative «posto che all'organo amministrativo può essere attribuito solo il compito di emettere strumenti finanziari partecipativi già analiticamente disciplinati dallo statuto»²⁴². Pertanto ritengo che l'unica competenza attribuibile all'organo amministrativo possa delinarsi in sede di esecuzione della delibera straordinaria (ovvero in sede di modificazione dello statuto) o di attuazione della disciplina statutaria (laddove l'emissione venga decisa in sede di costituzione della società). In entrambi i casi dovranno essere comunque i soci a decidere le modalità, i limiti e le condizioni di emissione, il contenuto degli strumenti, le sanzioni in caso di inadempimento e la legge di circolazione, se ammessa. In particolare lo statuto (mediante il regolamento degli strumenti finanziari allegato allo stesso e, come tale, parte integrante di esso) dovrà necessariamente individuare l'apporto che viene richiesto ai sottoscrittori dello strumento e le conseguenze in caso di inadempimento, la specifica determinazione dei diritti patrimoniali o anche amministrativi spettanti agli stessi, il regime di circolazione e la loro incorporazione o meno in titoli di credito nonché le modalità di emissione, consentendo eventualmente il

²⁴¹ In questo senso, cfr. NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 130-131; LOLLI, *Gli strumenti finanziari, sub artt. 2346-2354 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI, I, Padova, 2005, p. 197 ss.; MIGNONE, *Commento all'art. 2346, sesto comma*, cit., p. 253 ss.; CIAN, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 14.

²⁴² Così, NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 131.

riconoscimento del potere dell'organo amministrativo di procedere all'emissione di tali strumenti.

In questo contesto il potere dell'organo gestorio potrebbe consistere non solo nella materiale esecuzione della delibera assembleare o di quanto previsto dallo statuto, ma anche nella decisione (i) del momento in cui emettere gli strumenti finanziari, (ii) della quantità degli strumenti da emettersi nei limiti previsti dallo statuto e (iii) della scelta dei sottoscrittori di tali strumenti. Non credo che invece possa ritenersi ammissibile una competenza concorrente degli amministratori su delega espressa dell'assemblea straordinaria, poiché in questo modo si demanderebbe all'organo gestorio il potere di determinare, in tutto o in parte, gli elementi che devono trovare la propria regolamentazione nello statuto, come previsto dall'art. 2346, sesto comma, c.c.

Occorre infine notare che questa ricostruzione non sembra porsi in contrasto con quanto previsto in tema di patrimoni destinati che affidano all'organo amministrativo non solo la delibera di costituzione del patrimonio (ex art. 2447-ter, ultimo comma) ma anche la determinazione circa l'eventuale emissione di "strumenti finanziari di partecipazione all'affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono" ai sensi dell'art. 2447-ter, comma 1, lettera e).

Tali strumenti devono necessariamente collocarsi nell'ambito della macro-categoria degli strumenti finanziari obbligazionari "comunque denominati" che prevedono, seppur non in misura certa e invariabile, un obbligo di rimborso del capitale apportato. Essi, infatti, non possono essere dotati di quegli specifici poteri di cui all'art. 2351, ultimo comma, c.c. ma solamente di poteri di controllo sulla gestione e di partecipazione ai risultati derivanti (esclusivamente) dall'affare.

Agli strumenti finanziari di partecipazione all'affare dovranno perciò applicarsi le norme previste in tema di obbligazioni mediante il richiamo operato ai sensi dell'art. 2411, terzo comma, c.c. All'interno di questa specifica regolamentazione dovranno quindi ricercarsi, ad esempio, le disposizioni relative ai poteri di partecipazione attiva alla conduzione dell'affare, mediante la disciplina concernente l'organizzazione di categoria ai sensi degli art. 2415 ss. c.c. (non coincidente con quella prevista ai sensi dell'art. 2351, ultimo comma, c.c.), ma anche la disciplina relativa all'organo competente all'emissione, la quale ai sensi dell'art. 2410 c.c. prevede che se la legge o

lo statuto non dispongono diversamente, l'emissione è deliberata dagli amministratori²⁴³.

La disposizione di cui all'articolo 2447-ter, ultimo comma, c.c., (la quale stabilisce che «salvo diversa disposizione dello statuto, la deliberazione [...] è adottata dall'organo amministrativo o di gestione a maggioranza assoluta dei suoi componenti») appare quindi assolutamente coerente con tale impostazione.

In conclusione, come verrà meglio approfondito nel prossimo capitolo in tema di strumenti finanziari di tipo obbligazionario²⁴⁴, la competenza dell'organo amministrativo può arrivare sino all'emissione di strumenti finanziari che non attribuiscono diritti "partecipativi" nel senso descritto nel presente studio, che vanno ben al di là della partecipazione ai risultati economici del solo patrimonio destinato, quali ad esempio gli strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società, mentre subentrerà sempre la competenza dell'assemblea straordinaria allorché si vogliono emettere strumenti finanziari connotati dei requisiti di "partecipatività" ai sensi dell'art. 2346, sesto comma, c.c.

4. L'essenzialità dell'apporto

Prima di passare a esaminare il contenuto dei diritti patrimoniali concretamente attribuibili agli strumenti finanziari di tipo partecipativo, è necessario porre alcune considerazioni circa la tipologia e la natura dell'apporto del sottoscrittore di tali strumenti.

In primo luogo, alla centralità della presenza dei diritti patrimoniali si accompagna anche l'essenzialità dell'apporto a fronte dei quali vengono emessi tutti gli strumenti finanziari, non solo quelli di tipo obbligazionario ma anche quelli partecipativi. In altre parole, laddove appare evidente che non possano essere emessi strumenti finanziari obbligazionari senza alcun apporto, parimenti non sembrerebbe ammissibile emettere

²⁴³ A queste stesse conclusioni arrivano, seppur basandosi su assunzioni diverse da quelle qui esposte, CIAN, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 20 ss., NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 131.

²⁴⁴ V., *infra*, Cap. V.

strumenti finanziari partecipativi a titolo gratuito, ovvero senza alcun apporto economico da parte del sottoscrittore. Tuttavia l'essenzialità dell'apporto, e la conseguente onerosità del negozio a fronte del quale avviene l'emissione, è stata messa in discussione da alcuni Autori²⁴⁵ i quali sembrano sostenere la configurabilità di alcune ipotesi in cui l'emissione avverrebbe a fronte di nessun tipo di apporto. In particolare si tratterebbe dei casi relativi all'emissione di strumenti finanziari a favore di prestatori di lavoro ai sensi dell'art. 2349, comma 2, c.c. e all'emissione "gratuita" di strumenti finanziari partecipativi a tutti i soci, proporzionalmente al numero di azioni da essi possedute. Non ritengo, tuttavia, completamente condivisibili tali considerazioni per diverse ordini di ragioni. Anzitutto occorre ricordare il dato letterale dell'art. 2346, sesto comma, c.c., il quale prevede la possibilità che la società emetta strumenti finanziari partecipativi solo «*a seguito dell'apporto* da parte dei soci o di terzi». La locuzione «*a seguito dell'apporto*» sembrerebbe proprio precisare che l'emissione di tali strumenti sia possibile solamente a fronte di un apporto (e solo successivamente a questo), sia esso da parte dei soci o di terzi. Sotto questo profilo non credo, quindi, ci si possa allontanare molto da quanto previsto dal legislatore ammettendo l'emissione di strumenti finanziari senza che sia stato effettuato alcun apporto.

Più specificamente, per quanto riguarda l'assegnazione di strumenti finanziari a prestatori di lavoro dipendente dubito che si possa correttamente parlare di emissione a titolo gratuito, dal momento che i lavoratori, in quanto tali, apportano comunque un'utilità economica alla società, rappresentata dalla loro attività. Inoltre, nel caso di specie, il mancato incremento nell'immediato del patrimonio sociale, che si potrebbe presentare come operazione passiva per la società, dovrebbe condurre a dei vantaggi per la società nel lungo termine, dati, ad esempio dalla maggiore produttività dei dipendenti, per effetto della gratifica ricevuta.

Per quanto concerne invece l'assegnazione di strumenti finanziari partecipativi in misura proporzionale a tutti i soci menzionata dalla richiamata dottrina – fermo restando che non darei per scontato la conformità di una simile emissione al dettato letterale dell'art. 2346, sesto comma, c.c. – al pari di quanto avviene per l'aumento gratuito di capitale, il valore insito delle partecipazioni sociali già in circolazione viene incorporato dalle azioni e incluso nel contenuto degli strumenti finanziari partecipativi assegnati

²⁴⁵ V. NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 75 ss.

proporzionalmente ai soci. In questo senso, quindi, anche se in tal caso l'apporto non viene effettuato appositamente per l'emissione degli strumenti finanziari, non si può affermare che l'emissione avvenga a titolo gratuito, poiché i soci a loro tempo hanno già effettuato un apporto e, in particolare, un conferimento.

Ferma restando la necessità dell'apporto a fronte del quale vengono emessi strumenti finanziari anche partecipativi e passando ora all'esame del contenuto di tali apporti, il dato letterale della norma – che parla di apporto anche di opera o servizi – consente di affermare che l'apporto può avere ad oggetto sia beni suscettibili di conferimento azionario ai sensi dell'art. 2342 c.c., quali denaro, beni in natura e crediti, sia altre prestazioni non conferibili nelle società per azioni, ovvero le prestazioni d'opera e servizi.

Da qui, appare chiara, la sostanziale differenza degli strumenti finanziari partecipativi sia rispetto alle azioni, che possono essere emesse solamente a fronte di utilità conferibili, sia rispetto alle obbligazioni e agli strumenti finanziari non partecipativi ex art. 2411, ultimo comma, c.c., i quali possono essere emessi soltanto a fronte di apporti in denaro²⁴⁶. Come chiarito dalla Relazione governativa al d.lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003, nel caso degli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, ultimo comma, c.c., viene in rilievo il preciso obiettivo politico di «ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale, con soluzione coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi».

Dal tenore testuale dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., tuttavia, parte della dottrina si spinge oltre quanto appena affermato, ritenendo che l'apporto possa essere rappresentato anche da altre utilità non espressamente richiamate dalla suddetta disposizione ma neppure escluse, di cui le prestazioni d'opera e servizi rappresenterebbero solo un esempio²⁴⁷. In tal senso l'apporto potrebbe consistere in

²⁴⁶ Nel senso che gli strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2411, ultimo comma, c.c., possono essere emessi solamente a fronte di apporti di denaro, cfr. TOMBARI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 150 ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *sub. art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, cit., p. 260. Infatti, il richiamo testuale al "rimborso del capitale" sembra far riferimento ad apporti di natura esclusivamente finanziaria.

²⁴⁷ Cfr. NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 74 ss. In particolari gli Autori evidenziano che "dal punto di vista della tipologia dell'apporto, la categoria delle entità a fronte delle quali possono essere emessi gli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6, rappresenta un *genus* nel cui ambito i conferimenti ex art. 2342 costituiscono una *species* più circoscritta", p. 75.

qualsiasi bene che, per le sue caratteristiche, non potrebbe essere suscettibile di conferimento nel capitale della società. Invero in una prima bozza della norma elaborata dalla commissione ministeriale e sottoposta all'approvazione del Consiglio dei Ministri, si leggeva semplicemente «apporti dei soci o dei terzi *diversi dai conferimenti previsti dall'articolo 2342 c.c.*». La dottrina sopra richiamata – che vede nell'attuale formulazione della norma un catalogo aperto di utilità suscettibili di apporto a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi – ricava proprio da questa versione preliminare della norma un chiaro elemento che milita a favore di un'interpretazione estensiva con riferimento alla tipologia degli apporti ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c. Tuttavia, durante l'*iter* approvativo, il testo della disposizione in oggetto è stato più volte modificato arrivando in definitiva alla formulazione attuale. Proprio per questa ragione ritengo che includere beni diversi dalle prestazioni di opera o servizi all'interno della suddetta norma rappresenterebbe una forzatura.

L'attuale versione, infatti, si distingue da quanto previsto in tema di conferimenti del socio di società a responsabilità limitata, in cui si fa espresso riferimento a “tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica”. Inoltre, l'inclusione di apporti diversi dalle prestazioni di opera e servizi, quali ad esempio, obblighi di non fare, il consenso all'uso del nome²⁴⁸, comporterebbe importanti problematiche per quanto concerne la loro raffigurazione contabile e, in particolare, riguardo alla loro valutazione economica, con pericolose conseguenze a livello di patrimonializzazione della società.

²⁴⁸ In questo senso NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 74.

5. I diritti patrimoniali: una prima ricostruzione. La partecipazione agli utili

Avendo già chiarito che la presenza di un diritto patrimoniale “partecipativo” è elemento indefettibile della fattispecie degli strumenti finanziari emessi ai sensi dell’art. 2346, ultimo comma, c.c. poiché esso riflette la natura e la causa dell’operazione economica sottostante l’emissione stessa²⁴⁹, appare ora fondamentale comprendere il contenuto di tali diritti patrimoniali attribuibili ai possessori di strumenti finanziari partecipativi.

Il nostro codice civile, in realtà, non specifica quale sia il contenuto dei diritti patrimoniali attribuibili a tali strumenti. Tale determinazione compete quindi allo statuto o alla delibera dell’assemblea straordinaria.

L’ampio spazio lasciato all’autonomia privata sembra consentire una certa “atipicità”²⁵⁰ nel delineare il contenuto di tali strumenti, ma allo stesso tempo non ammette che attraverso questa strada possano essere introdotte nel nostro ordinamento figure contrarie ai principi generali del diritto societario. Spetta quindi all’interprete il compito di ricostruire il contenuto e i confini dei diritti patrimoniali concretamente attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi, tenendo conto sia della qualificazione giuridica del rapporto sottostante l’emissione, sia dei limiti imposti dai principi inderogabili previsti dal nostro diritto societario.

Al riguardo è bene porre alcune precisazioni circa la locuzione “diritti patrimoniali” di cui all’art. 2346, ultimo comma, c.c., la quale deve essere in realtà intesa in senso restrittivo, nella sua natura “partecipativa”. Tutte le situazioni soggettive obbligatorie hanno, infatti, un contenuto patrimoniale, quali anche il diritto al rimborso del capitale e al pagamento degli interessi.

Come è stato opportunamente evidenziato in dottrina²⁵¹, remunerazione e rimborso sono gli elementi tipici che caratterizzano il contenuto patrimoniale di tutti gli strumenti finanziari non partecipativi e, seppure in maniera più o meno aleatoria, possono assumere i connotati di minore o maggiore “partecipazione” alle sorti dell’impresa.

²⁴⁹ In questo senso, NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit. p. 630.

²⁵⁰ Per descrivere il contenuto dei diritti attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi si potrebbe mutuare la felice espressione coniata da Portale per descrivere le azioni di risparmio dopo la riforma del 1998, definite come “titoli tipici dal contenuto atipico”, così PORTALE, *Tra “deregulation” e crisi del diritto azionario comunitario*, in AV. VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 374.

²⁵¹ NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c.*, cit., p. 87.

In particolare – sul fronte della remunerazione – è ben possibile che l’ammontare degli interessi sia in parte commisurato al risultato economico della società²⁵², così come – sul versante del rimborso dell’apporto – da un lato, è data la possibilità che il diritto degli obbligazionisti sia subordinato al soddisfacimento di tutti i creditori sociali²⁵³ e, dall’altro, è altrettanto possibile che il rimborso del capitale versato sia condizionato all’andamento economico della società, ai sensi dell’art. 2411, terzo comma, c.c. Tali strumenti, pur partecipando *latu sensu* al rischio di impresa molto più di quanto avviene nello schema tipico delle obbligazioni, rimangono, peraltro, strumenti di finanziamento dal momento che “siffatti diritti patrimoniali non possono ancora essere qualificati come “partecipativi”²⁵⁴ in base a quanto discorso sinora nelle pagine di questo studio. In altre parole, per ragioni di coerenza di sistema, il carattere partecipativo degli strumenti di cui all’art. 2346, ultimo comma, c.c. esclude la possibilità che essi siano dotati degli stessi diritti patrimoniali accordati alle obbligazioni e agli strumenti finanziari di tipo obbligazionario.

Pertanto, come ricordato in precedenza, i diritti patrimoniali ai fini della qualificazione degli strumenti finanziari ai sensi dell’art. 2346, ultimo comma, c.c., dovranno consistere in una forma di partecipazione al risultato economico dell’impresa, rappresentato un primo luogo dall’utile conseguito e dalla perdita subita. Laddove invece si attribuisse un’eventuale diritto alla restituzione dell’apporto tali strumenti non potrebbero essere definiti come partecipativi ai sensi dell’art. 2346, ultimo comma, c.c., quali strumenti rappresentativi del patrimonio netto, ma andrebbero a configurare una voce di debito della società e sarebbero pertanto degli strumenti finanziari di tipo obbligazionario di cui all’art. 2411, ultimo comma cc.²⁵⁵

²⁵² In questo modo sono infatti configurate le c.d. “obbligazioni partecipative” di cui all’art. 2411, secondo comma, c.c. e come recentemente novellate dal Decreto Sviluppo, di cui ci si occuperà in seguito. V., *infra*, Cap. VI, §3.

²⁵³ Ci si riferisce naturalmente alle c.d. obbligazioni subordinate, per un commento, cfr. GIANNELLI, *Commento all’art. 2411*, cit., p. 30 ss.

²⁵⁴ Così NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c.*, cit., p. 88.

²⁵⁵ Cfr. BUSANI-SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Le Società*, 11/2012, p. 1189 ss.; NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c.*, cit., p. 88. Secondo tali autori, nonostante sia frequente nella prassi applicativa la presenza di strumenti finanziari definiti come partecipativi ma in realtà dotati di diritti non aventi natura partecipativa, quali il diritto all’interesse e il diritto al rimborso dell’apporto, è da ritenere che tali strumenti non siano annoverabili nella fattispecie di cui all’art. 2346, ultimo comma, c.c., bensì siano qualificabili a tutti gli effetti come strumenti non partecipativi. In senso contrario, FERRI, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., il quale annovera gli strumenti finanziari ex art. 2346, sesto comma, c.c., nella stessa categoria delle obbligazioni, non ritenendo perciò necessario individuare tratti distintivi degli strumenti finanziari partecipativi rispetto a quelli obbligazionari. In tal caso però, tutti gli strumenti finanziari,

Infatti, come già ampiamente sottolineato²⁵⁶, la natura stessa degli strumenti finanziari partecipativi comporta l'impossibilità che essi possano incorporare operazioni di prestito e, pertanto, la restituzione dell'apporto sarà ammissibile solamente nel caso di liquidazione della quota o in caso di scioglimento della società quale diritto ad una quota dell'eventuale residuo attivo in sede di liquidazione, fino alla concorrenza degli apporti versati per sottoscrivere gli strumenti finanziari²⁵⁷. Qualche perplessità in più desta invece la possibilità di attribuire una remunerazione fissa dell'investimento ai possessori di strumenti finanziari partecipativi.

Parte della dottrina ritiene applicabili forme di remunerazione fissa aventi natura di interessi anche per i titolari di strumenti finanziari partecipativi²⁵⁸, tuttavia, ritengo che tale possibilità si ponga in qualche misura in contrasto con la natura partecipativa degli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., che come tali, dovrebbero sopportare l'alea della gestione correlata all'andamento economico della società, nella misura prevista dallo statuto e dal regolamento dello strumento²⁵⁹. Se così

comunque denominati, sarebbero assoggettati alla disciplina prevista per le obbligazioni, come previsto dall'art. 2411, ultimo comma, c.c.

²⁵⁶ V., *amplius*, *supra*, Cap. III, §3.

²⁵⁷ Al momento della liquidazione volontaria o concorsuale, dovrebbe spettare ai possessori di strumenti finanziari partecipativi (il cui apporto non è stato versato a fondo perduto) il diritto ad una quota dell'attivo che residua dopo il pagamento di tutti i creditori e prima del pagamento dei soci. Cfr. NOTARI, *Le categorie di azioni*, cit. p. 632; per la considerazione per cui il diritto alla quota di liquidazione è diritto proprio della categoria dei *residual claimants*, posteriore ad ogni altra categoria di creditori v., LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 534 ss. Gli strumenti finanziari partecipativi non possono invece contenere una data per il rimborso (che può venire a coincidere al massimo con lo scioglimento della società), data che invece deve essere prevista per il rimborso del prestito ex art. 2412, n. 6, c.c., anche se i tempi e l'entità del rimborso possono variare in funzione dell'andamento economico della società ai sensi dell'art. 2411, ultimo comma, c.c. In ogni caso, come avremmo modo di approfondire ampiamente, il credito dell'obbligazionista al rimborso del capitale potrà essere postergato o equiparato al credito dell'azionista alla restituzione del capitale allo scioglimento della società, mentre il titolare degli strumenti finanziari partecipativi potrebbe essere in gran parte equiparato al socio al momento della restituzione dell'apporto. Per una trattazione, v., *amplius*, *infra* in questo capitolo, § 7.

²⁵⁸ Cfr. STAGNO D'ALCONTRES, sub art. 2346, cit., p. 263, ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, cit., p. 130 ss., purché vi sia comunque un regime subordinato al rimborso di altri debiti della società. Nel senso che non possa attribuirsi rilievo distintivo alle tecniche di remunerazione del finanziamento ai fini della classificazione tra capitale di credito e capitale di rischio, essendo ammissibili anche azioni con remunerazione fissa sia pure condizionata all'esistenza di utili, cfr. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 50 ss.

²⁵⁹ In questo senso, BUSANI-SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, cit. p. 1192, sostenendo che «Non paiono, di contro, avere natura partecipativa quei diritti patrimoniali da cui consegua per il loro titolare un introito (non aleatorio, come è quello che è rapportato al conseguimento di un utile di esercizio, ma) programmato nel suo importo e nella tempistica del suo pagamento, come accade per il diritto alla riscossione degli interessi relativi a un apporto di capitale, che invero caratterizza gli strumenti obbligazionari». Altri Autori, pur ammettendo diverse forme di remunerazione, riconoscono che la partecipazione degli strumenti finanziari partecipativi agli utili dovrebbe essere la forma di remunerazione più ricorrente, cfr., tra tutti, MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, p. 50 ss.

non fosse, paradossalmente, tali strumenti risulterebbero meno “partecipativi” rispetto agli strumenti di tipo obbligazionario di cui all’articolo 2411, ultimo comma, c.c. che già condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società.

Avendo definito in negativo il contenuto dei diritti patrimoniali attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi e rinviando ad un secondo momento la trattazione dei diritti patrimoniali attribuibili agli strumenti finanziari obbligazionari²⁶⁰, è necessario ora approfondire il significato di partecipazione al rischio di impresa e le conseguenze derivanti dal punto di vista dei diritti patrimoniali.

In primo luogo la natura di capitale di rischio dell’apporto effettuato dal sottoscrittore dello strumento finanziario partecipativo presuppone che tra i diritti patrimoniali partecipativi sia configurabile, *in primis*, una remunerazione commisurata agli utili dell’impresa. Questo aspetto, in particolare, merita di essere adeguatamente considerato. Occorre in particolare chiedersi se sia configurabile, ed eventualmente in che termini, non già un diritto ad una remunerazione commisurata agli utili, ma un vero e proprio diritto ad una partecipazione agli utili in compartecipazione a quello degli azionisti. Poiché i portatori di strumenti finanziari partecipativi conferiscono un apporto senza alcun obbligo di rimborso, ritengo che sotto questo profilo debbano essere in qualche modo assimilati alla posizione dei soci, distinguendosi, per questo, dai portatori di strumenti finanziari non partecipativi.

In altre parole, il diritto “partecipativo” che caratterizza lo strumento finanziario ai sensi dell’art. 2346, sesto comma, c.c. e che lo differenzia rispetto alle obbligazioni e agli altri strumenti finanziari dovrebbe consistere proprio nella possibilità che ad esso sia attribuito un vero e proprio diritto di compartecipazione agli utili della società in concorso con i soci, nei limiti stabiliti dallo statuto. Questo diritto è giustificato dal fatto che i portatori degli strumenti finanziari partecipativi rischiano l’apporto versato in modo molto simile ai soci²⁶¹, sulla base di un negozio giuridico che è quello del contratto sociale, ovvero lo statuto, anziché il contratto di finanziamento o l’operazione di prestito posta alla base dell’emissione degli strumenti finanziari non partecipativi.

²⁶⁰ V., *infra*, Cap. V, §5.

²⁶¹ Seppur con determinati limiti, dal momento che i soci devono pur sempre rimanere i *residual claimant* della società e, quindi, in definitiva dovranno essere gli ultimi a sopportare il rischio di impresa. Sulla partecipazione alle perdite si rimanda al successivo §6 in questo capitolo.

Questi strumenti per poter essere distinti dalle obbligazioni e dagli altri strumenti finanziari non partecipativi – e legittimare così una diversa disciplina ad essi dedicata dalla legge – devono trovare la loro connotazione partecipativa proprio nei diritti patrimoniali ad essi attribuibili: primo fra tutti il diritto con cui viene remunerato all’apporto, diritto che a sua volta si giustifica dalla partecipazione al rischio d’impresa derivante dal mancato diritto al rimborso dell’apporto versato. Ed è proprio per tale ragione che, come abbiamo avuto modo di sottolineare nelle pagine che precedono, gli strumenti finanziari partecipativi potranno essere dotati anche dei diritti amministrativi di cui all’articolo 2351, ultimo comma, c.c., a differenza delle obbligazioni e degli strumenti finanziari assimilati ai titoli obbligazionari di cui all’art. 2411, ultimo comma, c.c.

Avendo chiarito che la remunerazione dell’investimento dei portatori di strumenti finanziari partecipativi dovrebbe consistere nell’attribuzione di una partecipazione agli utili della società, occorre però chiarire che nell’ambito dei diritti patrimoniali attribuibili ai portatori di strumenti finanziari partecipativi è lasciato uno spazio indiscusso all’autonomia statutaria, la quale dovrà stabilire tra l’altro a quale nozione di utile fare riferimento²⁶², nonché i criteri di determinazione della partecipazione agli utili, le modalità di esercizio di tale diritto e l’ordine con cui verrà regolato il concorso sugli utili della società tra i portatori degli strumenti finanziari e gli azionisti.

Tuttavia, in mancanza di diversa previsione statutaria, i diritti patrimoniali in termini di remunerazione dell’investimento (e non di partecipazione alle perdite) dovrebbero comunque essere assoggettati dallo statuto alla stessa disciplina legale e convenzione che regola i diritti dei soci²⁶³. Da questa affermazione derivano naturalmente importanti conseguenze in termini di disciplina. In particolare, non solo si dovrebbe far riferimento

²⁶² Se, ad esempio, si debba far riferimento all’utile derivante dalla gestione produttiva, cioè all’utile complessivo, comprensivo delle riserve distribuibili, oppure all’utile di esercizio (ovvero al risultato economico d’esercizio). Nel silenzio dello statuto, esigenze di coerenza del sistema dovrebbero imporre di far riferimento al normale concetto di utili per determinare i diritti patrimoniali inerenti alla posizione di socio, ovvero all’utile di esercizio. Per una trattazione sulle norme che regolano la destinazione dell’utile nelle società di capitali e la distribuzione dei dividendi agli azionisti, cfr. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, cit. p. 484, il quale argomenta come la nozione accolta dalla gran parte delle norme sia quella di utile di esercizio. Non ritengo invece sia possibile destinare ai portatori di strumenti finanziari partecipativi esclusivamente l’utile di un determinato settore di business o di un patrimonio destinato, tale ipotesi infatti ricadrebbe nella previsione di strumenti finanziari destinati ad uno specifico affare di cui all’art. 2447-ter, primo comma, lettera (e), c.c., i quali tuttavia rientrerebbero nell’alveo degli strumenti finanziari di tipo obbligazionario e non in quelli partecipativi ex art. 2346, ultimo comma, c.c.

²⁶³ In questo senso cfr. NOTARI-GIANELLI, *Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c.*, cit., p. 89.

alla nozione di utile di esercizio²⁶⁴, ma dovrebbe anche trovare applicazione il principio di cui all'articolo 2433, secondo comma, c.c., secondo il quale è disposto il divieto di distribuzione di utili "fittizi". Tale principio impone che non possono essere pagati dividendi sulle azioni se non per utili realmente conseguiti e risultanti da un bilancio regolarmente approvato. Pertanto, alla luce di tali corollari, il diritto agli utili dei portatori di strumenti finanziari partecipativi dovrebbe essere quindi sottoposto alla duplice condizione che l'utile risulti da un bilancio di esercizio approvato ma, soprattutto, alla regola che ne subordina la distribuzione alla decisione maggioritaria dell'assemblea ordinaria²⁶⁵. Tuttavia, la circostanza che il diritto agli utili dei portatori di strumenti finanziari partecipativi sia subordinato alla deliberazione di distribuzione dell'assemblea dei soci rende non solo accettabile, ma forse anche opportuna, l'adozione di alcuni strumenti correttivi affinché tale diritto non venga sottoposto ad una condizione meramente potestativa di soggetti terzi.

In questo senso, dunque, dovrebbe essere plausibile un diritto preferenziale degli strumenti finanziari partecipativi sulle riserve che si verrebbero a creare mediante l'accantonamento degli utili non distribuiti, sia in caso di successiva distribuzione di tali riserve (che andranno ripartite anche con i possessori di tali strumenti), sia in caso di loro passaggio a capitale (che quindi dovrà essere subordinato alla contestuale distribuzione ai possessori di tali strumenti della quota di riserve ad essi spettante)²⁶⁶. Tuttavia, occorre notare che tale correttivo sarebbe efficace solo laddove la riserva non fosse stata completamente erosa dalle perdite di gestione. In caso contrario, i possessori di strumenti finanziari partecipativi non potrebbero naturalmente vantare alcun diritto, subendo quindi in modo totalmente passivo le scelte decisionali dei soci. D'altro canto non si potrebbe nemmeno pensare di attribuire un diritto di voto dei portatori di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2351, ultimo comma, c.c. (seppure all'interno di assemblea speciale di categoria e, naturalmente, non in sede di assemblea

²⁶⁴ In questo la percentuale spettante ai portatori di strumenti finanziari partecipativi dovrà essere depauperata dalla quota da accantonare a riserva legale e dall'ammontare necessario a ripianare le perdite pregresse di capitale.

²⁶⁵ In questo senso, cfr. BUSANI-SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, cit. p. 1193; NOTARI-GIANELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 89. In senso contrario LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, I, p. 201 ss., secondo il quale il diritto agli utili dei portatori di strumenti finanziari partecipativi non può essere condizionato dalla decisione assembleare sulla distribuzione dell'utile, poiché i titolari di tali strumenti non hanno diritto di voto nell'assemblea dei soci, e non possono quindi vedere il loro diritto pregiudicato da altri, in modo eterodeterminato.

²⁶⁶ Così NOTARI-GIANELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 89.

generale) in tema di distribuzione degli utili, dal momento che, ai sensi dell'art. 2433, primo comma, c.c., la deliberazione sulla distribuzione degli utili è adottata dalla stessa assemblea che approva il bilancio. In questo senso condivido, infatti, l'idea di chi ritiene che non sia ammissibile l'introduzione di clausole statutarie che rendano necessaria una deliberazione speciale degli strumenti finanziari partecipativi per rendere efficaci le decisioni di competenza dell'assemblea ordinaria nei casi di inderogabilità verso l'alto dei *quorum* legali necessari per l'assunzione della deliberazione, ossia per l'approvazione del bilancio e per la nomina e la revoca delle cariche sociali ai sensi dell'art. 2369, quarto comma, c.c.²⁶⁷ Potrebbe tuttavia essere ammissibile un diritto di voto (o meglio di veto) dei portatori di strumenti finanziari partecipativi in tema di distribuzione degli utili nel caso in cui la società adotti il sistema di amministrazione di tipo dualistico. In tal caso si assiste, infatti, ad una separazione tra la delibera di approvazione del bilancio da parte del consiglio di sorveglianza e la delibera di distribuzione degli utili da parte dall'assemblea convocata a norma dell'articolo 2364 bis, secondo comma, c.c. A questa assemblea non dovrebbe, dunque, ritenersi applicabile il limite di cui all'articolo 2369, quarto comma, c.c. non avendo essa ad oggetto l'approvazione del bilancio ma solo la distribuzione degli utili e potrebbe, quindi, essere ammissibile un diritto di voto dei portatori di strumenti finanziari partecipativi.

Nondimeno, per ovviare a tali inconvenienti, secondo parte della dottrina²⁶⁸, nell'utilizzo dell'ampia autonomia statutaria concessa in tale ambito, si potrebbero ipotizzare pagamenti in favore dei portatori di strumenti finanziari partecipativi, anche

²⁶⁷ Cfr. NOTARI-GIANELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 99; ENRIQUEZ, *Quartum non datur*, cit., p. 180. *Contra* LIBONATI, *I "nuovi" strumenti*, cit., p. 14 ss., il quale ritiene ammissibile la possibilità di riconoscere ai portatori di strumenti finanziari partecipativi un diritto di voto e di veto sulla delibera di approvazione del bilancio, laddove sia un argomento specificatamente indicato in statuto. Non si esprime chiaramente sul punto CIAN, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. p. 66, facendo così propendere per l'ammissibilità di tale diritto, ritenendo invece che debba essere necessariamente escluso il diritto di voto sulla nomina e la revoca delle cariche sociali non di pertinenza dei portatori di strumenti finanziari partecipativi, basandosi su motivazioni che trascendono quelle dell'inderogabilità verso l'alto dei *quorum* previsti ai sensi dell'art. 2369, quarto comma, c.c.

²⁶⁸ Cfr. BUSANI-SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, cit. p. 1194, laddove l'Autore evidenzia che ciò sarebbe possibile «proprio allo scopo di favorire quanto più possibile, a vantaggio dei titolari di tali strumenti, il ritorno sul loro investimento»; GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. p. 626, in cui l'Autore precisa che, a tutela della posizione degli amministratori dell'emittente, le eventuali distribuzioni infrannuali possano avvenire solo a condizione che sia stata redatta una situazione patrimoniale aggiornata riferita al periodo in questione, volta a dimostrare la sussistenza dell'utile, il rispetto di eventuali obbligazioni maturate di natura finanziaria nonché la capacità di far fronte alle obbligazioni in scadenza di natura ordinaria.

non coincidenti con l'approvazione del bilancio, ovvero pagamenti che non richiedano la preventiva deliberazione assembleare. Tale diritto patrimoniale, tuttavia, non si configurerebbe come un vero e proprio diritto partecipativo nei termini chiariti nelle pagine che precedono, dal momento che non rappresenterebbe una partecipazione agli utili della società ma presupporrebbe il pagamento di una quota, seppur non fissa, sicuramente certa a determinate scadenze.

Proseguendo nell'analisi dei diritti patrimoniali attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi, il diritto agli utili può essere articolato nei modi più variegati dato il principio di atipicità dei diritti incorporabili negli strumenti in esame. Si potrà quindi prevedere un trattamento privilegiato nelle ripartizioni degli utili o di un dividendo minimo garantito sebbene condizionato alla realizzazione di un utile distribuibile, attraverso l'utilizzo di riserve disponibili oppure sotto forma di percentuale fissa sugli utili di bilancio o di esercizio, o ancora mediante una somma determinata forfettariamente sugli utili di esercizio.

Inoltre, sembrerebbe possibile individuare una remunerazione degli strumenti finanziari partecipativi calcolata sulla base di un parametro finanziario (ad esempio l'*Internal Rate of Return*, ovvero il Tasso Interno di Rendimento, c.d. IRR), laddove ciò non alteri la natura della remunerazione di tali strumenti, ovvero in modo tale che la remunerazione sia correlata al conseguimento di un utile di bilancio o di esercizio. Ancora, il regolamento dello strumento finanziario previsto dallo statuto della società emittente potrebbe prevedere a beneficio dei portatori di tali strumenti un diritto a ricevere una remunerazione superiore negli esercizi successivi laddove in un dato esercizio non sia conseguito alcun utile oppure l'utile accertato non sia sufficiente a soddisfare l'ammontare dovuto ai titolari degli strumenti finanziari partecipativi.

In coerenza con quanto sinora affermato, non sembra doversi neanche dubitare che, oltre alla distribuzione degli utili, agli strumenti in esame possa essere attribuito anche un diritto di partecipazione alle riserve o di alcune di esse.

Non solamente come abbiamo già avuto modo di evidenziare, per quanto concerne le riserve che si vengono a creare con l'accontamento di utili non distribuiti (quale strumento correttivo alla necessità di una deliberazione assembleare di distribuzione degli utili) ma anche con riferimento alla riserva formata tramite l'imputazione a

patrimonio netto dell'apporto effettuato dai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi²⁶⁹.

6. Segue. I diritti patrimoniali: la partecipazione alle perdite

La partecipazione al risultato economico della società comporta che i sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi subiscano l'alea della gestione e quindi, da un lato – come abbiamo già esaminato – partecipino agli utili della società, e dall'altro, siano esposti (i) al rischio di mancata remunerazione dell'investimento (nel caso in cui la società non produca utili, oppure quando gli stessi non possano essere distribuiti, poiché, ad esempio, debbano essere destinati a copertura delle perdite) ma anche (ii) al rischio di subire le perdite della società, sia in sede di liquidazione (laddove non residui un attivo disponibile da dividere dopo aver soddisfatto le pretese dei creditori sociali) che durante la vita della società stessa.

In particolare la posizione dei possessori di strumenti finanziari partecipativi potrebbe essere peggiore rispetto a quella degli azionisti, potendo addirittura verificarsi che la riserva del patrimonio netto in cui si è ipotizzato di iscrivere gli apporti versati dai portatori di strumenti finanziari partecipativi, venga utilizzata a copertura delle perdite nell'ambito delle gestione corrente, quindi anche al di fuori del procedimento di liquidazione della società (che tratteremo successivamente). Infatti, tale riserva, come tutte le poste del patrimonio netto diverse dal capitale sociale, è destinata ad essere intaccata dalle perdite prima del capitale sociale stesso e, al massimo, si tratterà di stabilire l'ordine di gradazione all'interno delle riserve.

Coerentemente all'impostazione tradizionale, in primo luogo dovrebbero essere aggredite le riserve facoltative ed in genere disponibili, successivamente la riserva statutaria, poi la riserva legale, ed infine il capitale sociale²⁷⁰. Pertanto, a prescindere

²⁶⁹ Cfr. NOTARI-GIANELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 91; BUSANI-SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, cit. p. 1195.

²⁷⁰ Coerentemente all'impostazione tradizionale, in primo luogo dovrebbero essere aggredite «le riserve facoltative ed in genere disponibili, poi la riserva statutaria, poi i fondi da rivalutazione monetaria, poi la riserva legale (e la parte di sovrapprezzo eventualmente equiparata) ed infine il capitale sociale», così COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, cit., p. 509.

dalla disciplina specifica a cui sarà assoggettata la riserva “targata”²⁷¹ a favore dei possessori di strumenti finanziari partecipativi, questa sarà necessariamente assorbita, in tutto o in parte, dalle perdite subite dalla società, prima di intaccare il capitale sociale. Una differente soluzione difatti, sarebbe ipotizzabile solo laddove gli strumenti finanziari non fossero partecipativi ma di tipo obbligazionario ai sensi dell’art. 2411, ultimo comma, c.c. essendo questi ultimi qualificati come debito e, pertanto, non imputabili a patrimonio netto.

Tale ricostruzione, se da un lato appare assolutamente corretta, dall’altro, finirebbe non solo con includere soggetti non soci nella categoria dei *residual claimant* della società, ma anche con l’addossare a soggetti terzi un rischio addirittura superiore rispetto a quello dei soci²⁷², poiché la voce del netto corrispondente agli apporti derivante dall’emissione di strumenti finanziari partecipativi sarebbe destinata ad essere aggredita ed azzerata ancor prima del capitale sociale²⁷³.

Al riguardo la prassi applicativa ha elaborato alcuni mezzi di tutela idonei però solamente ad attenuare il rischio che la riserva formata con l’apporto derivante dall’emissione di strumenti finanziari partecipativi subisca una erosione o venga, al peggio, annullata dalle perdite subite dalla società emittente. In particolare sembrerebbe possibile prevedere nel regolamento dello strumento finanziario delle clausole che permettano un diritto di vendita dello strumento agli azionisti della società emittente ad un prezzo che tenga conto dell’investimento effettuato dai sottoscrittori dello strumento finanziario, piuttosto che delle clausole che attribuiscono ai titolari dello strumento finanziario partecipativo un diritto di conversione in azioni ordinarie, liberandole mediante l’utilizzo della riserva di patrimonio netto formata con l’apporto relativo

²⁷¹ Utilizzando la terminologia preferita da NOTARI, sia in NOTARI-GIANELLI, *Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c.*, cit., p. 113 che in NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit. p. 622.

²⁷² A meno che non venga previsto l’obbligo di ricostituire l’originaria consistenza della riserva, ancora prima di procedere alla ricapitalizzazione della società, situazione che naturalmente, in una situazione di difficoltà della società, non sempre risulta realizzabile nella pratica e che comunque non rispetterebbe le norme inderogabili in tema di ricapitalizzazione societaria, le quali naturalmente prevedono che venga prima ripristinato il minimo capitale sociale previsto per le spa e solo successivamente che possano essere ripianate anche le riserve.

²⁷³ A questo proposito autorevole dottrina mette in luce che trattando gli apporti come capitale proprio e imputandoli a patrimonio netto, finirebbero per rispondere delle perdite prima i terzi che i soci dal momento che la voce del netto formata dagli apporti derivanti dall’emissione di strumenti finanziari partecipativi sarebbe destinata ad essere attaccata ed eventualmente azzerata prima del capitale sociale, così SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, cit. p. 227 ss. L’Autore trae da questa considerazione supporto ulteriore alla tesi contraria a quella accolta in questa trattazione, ovvero che «la provvista finanziaria che si avvale di strumenti finanziari partecipativi è provvista di capitale di credito», non potendo soggetti terzi rischiare più dei soci stessi. Tesi ribadita anche in ID., *Diritto commerciale*, cit. p. 121.

all'emissione dello strumento stesso. A ben vedere, tuttavia, i summenzionati correttivi che potrebbero attenuare il rischio connesso alle perdite per i portatori di strumenti finanziari dovrebbero essere comunque azionati preventivamente all'erosione completa della riserva *de qua*.

La partecipazione alle perdite della società da parte dei titolari di strumenti finanziari in misura analoga, se non addirittura superiore, rispetto a quella dei soci suscita notevoli perplessità dal momento che gli strumenti in esame sono spesso utilizzati in operazioni di ristrutturazione del debito, ad esempio, mediante la conversione di parte del debito in *equity*, ovvero in situazioni in cui non appare altamente improbabile una situazione di crisi della società con eventuale erosione delle riserve per perdite, se non addirittura di fallimento della stessa.

Dati i rischi appena evidenziati in tema di perdite ed erosione della riserva di patrimonio netto, tali strumenti non sembrerebbero propriamente adatti a piccoli risparmiatori o comunque ad investitori non sofisticati, sia nell'ambito di operazioni di ristrutturazione che nel contesto di operazioni come quelle di *private equity*, indirizzate a sostenere la fase di nascita o di sviluppo di imprese prevalentemente non quotate. Sembrerebbe invece opportuno che tali strumenti fossero destinati ad investitori qualificati in grado di valutare preventivamente la situazione finanziaria della società emittente, nonché di negoziare con la società idonee garanzie e forme di tutela più adeguate considerate gli elevati rischi connessi. Ciò anche in considerazione del fatto che i portatori di strumenti finanziari partecipativi potrebbero avere diritti di *voice* e di informazione molto limitati se non addirittura assenti. Gli investitori professionali o quelli qualificati, a differenza dei piccoli risparmiatori, infatti, avrebbero le necessarie competenze per effettuare un'approfondita *due diligence* sull'azienda e sarebbero dunque in grado di valutare la fattibilità dell'investimento e le sue prospettive reddituali future²⁷⁴.

La problematica della "partecipazione" alle perdite dei portatori di strumenti finanziari partecipativi, si rivela, inoltre, particolarmente delicata in relazione alle questioni conseguenti all'assimilazione funzionale delle utilità apportate a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi ai c.d. "mezzi propri". In particolare occorre valutare se ciò sollevi o meno l'esigenza di recidere il collegamento tra rischio e potere.

²⁷⁴ Per considerazioni simili, cfr. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, cit., p. 160-161.

Se è vero che nel nostro ordinamento il principio della necessaria correlazione tra rischio e potere sembra essersi affievolito nei rapporti tra i soci²⁷⁵, tale principio sembra essere ancora incompressibile nei rapporti tra soci e non soci, cosicché probabilmente la creazione di strumenti finanziari partecipativi con caratteristiche di rischio superiori a quelle previste per le azioni potrebbe ritenersi «non conforme alla fattispecie societaria prima ancora che al tipo azionario»²⁷⁶.

Al riguardo la dottrina risulta ancora divisa: possono rintracciarsi diversi orientamenti, anche se non sempre gli Autori che si sono maggiormente occupati delle tematiche relative agli strumenti finanziari partecipativi si sono soffermati in maniera esplicita su questo aspetto.

Diversamente da chi sostiene l'impostazione tradizionale sopra esposta, ovvero quella che vede l'imputazione delle perdite secondo un ordine che è disponibile dalle parti con l'unico limite derivante dall'obbligo di imputare le perdite a tutte le riserve di patrimonio netto prima di intaccare il capitale sociale²⁷⁷, si trovano coloro secondo cui sarebbe invece possibile prevedere pattiziamente che lo strumento partecipativo concorra *pari passu* con il capitale sociale nell'assorbimento delle perdite²⁷⁸.

²⁷⁵ Al riguardo cfr. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito: fra divieto di patto leonino e principio di corresponsività*, Milano, 2004, p. 54.

²⁷⁶ Così SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, p. 83.

²⁷⁷ Cfr. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 2003, p. 574; NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 91; Miola, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, cit., p. 490 ss.

²⁷⁸ In tal senso cfr. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, cit., p. 535, in cui l'Autore sostiene che «non è in altri termini possibile addossare a questi strumenti finanziari un rischio maggiore che agli azionisti»; GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 626, secondo il quale «almeno ipoteticamente e sebbene con qualche margine di dubbio si potrebbe tuttavia valutare l'ipotesi di prevedere una erosione *pari passu* con la riserva accesa a fronte dell'apporto effettuato per l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi». Inoltre, il regolamento di uno strumento finanziario partecipativo, la cui emissione è stata deliberata nell'ottobre 2009, ha previsto che «la riserva da strumenti finanziari partecipativi partecipa alle eventuali future perdite di esercizio della società alle seguenti condizioni: (a) solo dopo che tutte le altre riserve della società siano state utilizzate a copertura delle perdite; e (b) successivamente, ove occorresse, unitamente al capitale sociale in proporzione al rispettivo ammontare»; *contra* BUSANI-SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, cit. p. 1196, in cui l'Autore sostiene che «tale tecnica suscita perplessità in quanto non in linea con la unanime opinione circa l'ordine di priorità da seguire nella imputazione delle perdite rispetto alle poste iscritte nel patrimonio netto, ordine che pone il capitale sociale nell'ultimo gradino, e cioè dopo che ogni altra posta di patrimonio netto sia stata assorbita dalla perdita maturata».

Tale impostazione, seppur non condivisibile da un punto di vista puramente contabile o, per così dire, di bilancio, sembrerebbe però rispondere positivamente ai gravi problemi di coerenza del sistema sopra richiamati, in modo tale che soggetti terzi non sopportino un rischio superiore rispetto a quello dei soci, ma al massimo un rischio analogo. Nessuno, allo stato, si è spinto oltre sino a dire che la riserva costituita dagli apporti versati per l'emissione di strumenti finanziari partecipativi possa essere addirittura postergata nell'assorbimento delle perdite rispetto al capitale sociale, prevedendo cioè un divieto di intaccare la riserva *de qua* se non successivamente alla riduzione del capitale sociale. Non sembra d'altronde possibile venir completamente meno ad un principio sicuramente inderogabile del nostro ordinamento come quello dell'ordine di imputazione delle perdite, secondo il quale il capitale viene intaccato solo dopo che tutte le riserve siano state consumate, a meno di non violare sotto il profilo civilistico e penalistico il precetto di cui all'art. 2445 c.c.

In sintesi, delle due l'una: o si tratta di riserve appartenenti al patrimonio netto, e allora non possono che assumere funzione di protezione del capitale sociale, secondo disposizioni inderogabili, o si tratta di debiti della società, sia pur subordinati. Come abbiamo già detto, *tertium non datur*, a meno che esso non sia rappresentato dalla seconda impostazione appena ricordata – ovvero quella di chi sostiene che le riserve da apporti derivante dall'emissione di strumenti finanziari partecipativi possano essere aggredite dalle perdite in maniera concorrenziale rispetto al capitale sociale – soluzione che, in ogni caso, sembra stridere con il normale ordine di imputazione delle perdite.

Tuttavia recentemente è stata elaborata una diversa soluzione al fine di non addossare a soggetti terzi un rischio addirittura superiore rispetto a quello dei soci, sulla base di un'impostazione, che potremmo definire “contrattualista”, la quale sembra proporre un equo compromesso per ovviare alle criticità sopra richiamate. Tale impostazione, a differenza di quelle sopra ricordate, si fonda sulla affermazione della mancanza di un rapporto diretto fra l'apporto (e quindi fra la riserva costituita con lo stesso) e i diritti dei portatori di strumenti finanziari partecipativi²⁷⁹.

²⁷⁹ Tale impostazione è stata in parte recepita in una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nel luglio 2012, in cui il regolamento dello strumento ha previsto che «la riserva da strumenti finanziari partecipativi può essere utilizzata a copertura delle eventuali future perdite di esercizio della Società solo dopo che tutte le altre riserve della Società siano state utilizzate a tal fine. In caso di utilizzo della riserva da strumenti finanziari partecipativi per la copertura delle suddette perdite, i diritti patrimoniali e amministrativi dei titolari di SFP, ai sensi del presente Regolamento, rimarranno comunque impregiudicati, salvo che si verifichi l'azzeramento per perdite del capitale sociale della Società. In caso

La teoria tradizionale, infatti, si basa sul collegamento esistente fra strumenti finanziari partecipativi e riserva costituita con il loro apporto, replicando il rapporto che sussiste fra azioni e capitale sociale. Da ciò ne deriva che, al ricorrere di perdite tali da intaccare la riserva costituita dagli apporti, conseguirebbe l'annullamento per un corrispondente valore degli strumenti finanziari partecipativi, fino a giungere alla necessaria conclusione che, qualora le perdite fossero tali da annullare completamente tale riserva, verrebbero con ciò meno gli stessi strumenti finanziari partecipativi ed i diritti ad essi attribuiti, applicando in via analogica quanto previsto in tema di azioni nei casi di perdite che incidano sul capitale.

In altre parole, la teoria contrattualista, al contrario di quella tradizionale, recide il collegamento fra strumenti finanziari partecipativi e riserve costituite dagli apporti versati dai titolari degli stessi, prevedendo che i diritti dei portatori degli strumenti finanziari possano permanere e rimanere inalterati anche in caso di diminuzione o azzeramento della riserva a loro corrispondente²⁸⁰. La riserva da patrimonio netto verrebbe comunque utilizzata a copertura delle perdite a protezione del capitale sociale, ma i diritti attribuiti ai portatori degli strumenti finanziari partecipativi non verrebbero comunque intaccati.

Alla luce di quanto appena descritto è evidente che la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi si dovrebbe basare su una struttura contrattuale, piuttosto che societaria. Da ciò ne conseguirebbe la possibilità di attribuire a tali strumenti dei diritti che, se accettati dai soci nello statuto sociale o nella delibera assembleare di emissione degli strumenti *de qua*, possano essere regolati convenzionalmente, salvi in ogni caso i limiti inderogabili previsti dal nostro ordinamento, come quello di attribuire ai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi un trattamento *potiore* rispetto a quello dei soci, anche con riferimento all'assorbimento delle perdite (mediante clausole che

di azzeramento totale del capitale sociale per perdite: A) tutti i diritti patrimoniali e amministrativi dei titolari di SFP, ai sensi del presente Regolamento, verranno meno ad eccezione del diritto al riparto di liquidazione; B) qualora l'assemblea dei soci deliberi la ricostituzione e un eventuale successivo aumento di capitale della Società, si dovrà contestualmente provvedere anche a deliberare l'emissione di nuovi SFP da offrire in sottoscrizione ai titolari di SFP, i quali non avranno tuttavia alcun obbligo di sottoscrizione, mediante un apporto in danaro da liberarsi anche tramite conversione e/o compensazione di crediti nei confronti della Società secondo la seguente proporzione: per ogni emissione di nuove azioni di 100 (cento) Euro di controvalore verrà effettuata una emissione (scindibile) di SFP pari a 100 (cento) Euro [...]. In senso favorevole sembra dimostrarsi seppur non in maniera esplicita, BUSANI-SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, cit. p. 1195. Per un esame di tale impostazione si rimanda a BONELLI, *Crisi di imprese: casi e materiali*, Milano, 2011, p. 106 ss.

²⁸⁰ In questo senso, BONELLI, *Crisi di imprese: casi e materiali*, cit., p. 108.

dispongano la postergazione degli strumenti finanziari partecipativi rispetto alle azioni nell'assorbimento delle perdite nella gestione corrente della società). Laddove poi fossero gli stessi principi del nostro ordinamento ad arrivare ad una simile conclusione, (la quale rappresenta certamente un'incoerenza nel sistema delineato in questo lavoro) sarà quindi doveroso tener conto dei possibili strumenti correttivi offerti dall'ampio spazio lasciato all'autonomia statutaria.

7. Segue. I diritti patrimoniali: il diritto alla liquidazione

Ulteriore diritto patrimoniale che compete ai portatori di strumenti finanziari partecipativi, frequentemente presente nei regolamenti degli stessi, è il diritto al riparto dell'attivo in sede di liquidazione, laddove naturalmente residui un attivo netto dopo che siano stati soddisfatti tutti i creditori sociali.

Si tratterebbe in tal caso di una ipotesi di rimborso dell'apporto, *latu sensu*, che però, al fine di mantenere la propria natura partecipativa, dovrebbe differenziarsi da quanto previsto in tema di obbligazioni. Non appare quindi sufficiente la sola subordinazione del diritto al rimborso al soddisfacimento del pagamento di tutti i creditori sociali, né la coincidenza del termine di rimborso con il termine di scioglimento della società o di liquidazione della stessa, modalità comunque compatibili con lo schema dell'obbligazione. Il diritto al rimborso dell'apporto assumerebbe natura partecipativa solo laddove esso venga parificato nell'ordine di soddisfazione al diritto alla liquidazione attribuito ai soci o ad alcune categorie di essi. In questo caso, quindi, i portatori di strumenti finanziari partecipativi riceverebbero il riparto dell'attivo di liquidazione *pari passu* con gli azionisti²⁸¹.

Il diritto al rimborso potrebbe riguardare sia la partecipazione alle riserve al momento dello scioglimento sia la parte di attivo che residua una volta ripartite le riserve, ove esistente. In altre parole la natura partecipativa di tale diritto si tradurrebbe proprio nella

²⁸¹ In questo senso v. NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 92. Secondo GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 626, sarebbe possibile ipotizzare anche un ordine di priorità dei pagamenti in sede di liquidazione, «in tal caso ben potrebbe lo statuto prevedere un ordine di pagamenti finalizzato a soddisfare in via prioritaria il rimborso della componente patrimoniale spettante agli strumenti finanziari partecipativi». *Contra*, SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, cit. p. 226; FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 823 ss.

partecipazione, insieme agli azionisti, al rischio di perdite che intacchino l'importo nominale dell'apporto da rimborsare, al pari di come di quanto già esaminato in sede di gestione corrente della società²⁸².

Tali conclusioni si rivelano certamente dirompenti rispetto ai consolidati principi del nostro diritto societario, in quanto si finisce per includere nella sfera dei *residual claimant* della società anche soggetti terzi, diversi dai soci. Tuttavia, sebbene tale obiezione dogmatica sia difficile da superare, occorre considerare che con la riforma del diritto societario si è volutamente rivisitata la struttura della società per azioni, laddove il legislatore, *inter alia*, ha deciso di affiancare alla categoria delle azioni, altri strumenti finanziari "partecipativi", la cui configurazione è attribuita alla autonomia statutaria. Inoltre, occorre ricordare che tali strumenti traggono il loro connotato partecipativo proprio dai diritti patrimoniali che questi possono incorporare, siano essi relativi alla remunerazione dell'apporto oppure afferenti al diritto al rimborso dello stesso, fermo restando che, invece, i diritti amministrativi potrebbero anche mancare del tutto. Certamente il confine che sembra invalicabile è quello della totale parificazione del contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari partecipativi a quello delle azioni, ovvero di attribuire il medesimo insieme di diritti patrimoniali spettanti ai soci, poiché vi sarebbe un'estensione della *causa societatis* in favore di soggetti terzi diversi dai soci.

Se quindi l'ampiezza dei diritti patrimoniali attribuiti agli strumenti finanziari deriva dalla volontà dei soci e dall'ampio spazio lasciato all'autonomia statutaria, ne consegue che, nel caso in cui il diritto a una quota di liquidazione non venga statutariamente incluso nel ventaglio dei diritti patrimoniali spettanti ai sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi, non appare corretto sostenere che esso possa essere automaticamente dovuto a questi ultimi. In tal caso, quindi, l'apporto dovrebbe essere considerato a fondo perduto, nel senso che nessun rimborso sarebbe dovuto ai titolari di strumenti finanziari partecipativi al momento dello scioglimento o della liquidazione della società. Alla stessa conclusione si dovrebbe parimenti pervenire anche laddove il regolamento dello strumento preveda in capo ai titolari degli strumenti finanziari partecipativi il diritto di partecipare agli utili della società senza però prevedere espressamente il diritto di ricevere un valore correlato al valore dell'apporto versato

²⁸² Si veda *supra*, Cap IV, §6.

sempre nei limiti in cui vi sia un residuo attivo disponibile dopo il pagamento dei creditori sociali. In buona sostanza un simile diritto può essere attribuito in concorrenza con i soci anche ai titolari di strumenti finanziari partecipativi soltanto se espressamente previsto nel regolamento dello strumento.

Tutto ciò considerato, si pone ora la difficile questione di stabilire se è ammissibile che il diritto della restituzione dell'apporto avvenga non solo al momento dello scioglimento o della liquidazione della società ma anticipatamente durante la vita della società.

A tale riguardo vi sono alcuni aspetti da considerare: da un lato, la circostanza che un diritto al rimborso esercitato anticipatamente potrebbe essere considerato quale diritto di natura "non partecipativa" e, come tale, essere assimilato al diritto alla restituzione del valore apportato previsto per gli strumenti finanziari di tipo obbligazionario (e, più in generale, per le obbligazioni siano esse condizionate, indicizzate o subordinate); dall'altro, è senz'altro ammissibile prevedere strumenti finanziari obbligazionari o obbligazioni irredimibili, come i *perpetual notes*²⁸³, in cui la scadenza del prestito coincida con lo scioglimento della società, parimenti a quanto normalmente accade per gli strumenti finanziari partecipativi. Inoltre, a tali considerazioni occorre aggiungere che, anche per quanto riguarda i soci, seppur non sia configurabile un vero diritto al rimborso del conferimento versato, è certamente possibile che essi ricevano in tutto o in parte il valore dell'apporto durante la vita della società mediante l'esercizio del diritto di recesso.

Alla luce di queste precisazioni ritengo che la natura partecipativa del diritto al rimborso dell'apporto effettuato dal titolare dello strumento finanziario non vada rintracciata nel momento in cui esso venga esercitato ma, come già evidenziato, nell'eventuale contenuto dello stesso diritto.

In particolare, quindi, non sarà configurabile come partecipativo un diritto a vedersi restituito ad una determinata scadenza il valore dell'apporto, seppur solo astrattamente poiché, ad esempio, condizionato all'andamento economico della società, in maniera analoga a quanto previsto per gli strumenti finanziari obbligazionari. Sembra invece ammissibile prevedere nel regolamento dello strumento finanziario di tipo partecipativo

²⁸³ Per un esame di tali strumenti si rimanda, *supra*, Cap. I, §3.

la facoltà, per la società o per il sottoscrittore, di richiedere e di ottenere la liquidazione anticipata, indicando le tecniche consentite per il disinvestimento.

Tra le soluzioni più utilizzate in questo senso vi è la possibilità di attribuire ai portatori di strumenti finanziari partecipativi un diritto di recesso esercitabile in determinate ipotesi²⁸⁴, in modo simile a quanto previsto per gli azionisti, oppure di inserire clausole di decadenza o di riscatto a favore della società o dei soci, analogamente a quanto disposto dall'art. 2349, secondo comma, c.c. per gli strumenti finanziari destinati a prestatori di lavoro della società o di società controllate²⁸⁵.

Tali strumenti potrebbero rivelarsi utili sia come tecnica di disinvestimento per i titolari dello strumento²⁸⁶ sia come modalità di risoluzione del rapporto esistente tra società emittente e sottoscrittore in caso di inadempimento imputabile al portatore dello strumento.

Spetterà naturalmente ancora una volta allo statuto stabilire i criteri di determinazione del valore degli strumenti finanziari partecipativi da calcolare al momento del disinvestimento, nonché le modalità di liquidazione degli stessi. L'ipotesi più semplice potrebbe essere quella di prevedere che la liquidazione venga effettuata mediante le somme presenti nella riserva di patrimonio netto iscritta in bilancio a favore degli strumenti finanziari partecipativi.

²⁸⁴ A favore dell'attribuzione di un diritto di recesso ai portatori di strumenti finanziari partecipativi, MAGLIUOLO, *Le categorie di azioni*, cit., p. 65 ss.; COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 718; TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 456 ss.

²⁸⁵ La possibilità di introdurre clausole di decadenza o di riscatto, cfr. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari*, cit. p. 1307 ss.; CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 206 ss.

²⁸⁶ In questo senso, ad esempio, il regolamento di uno strumento finanziario di tipo partecipativo emesso nel 2009 ammette la possibilità di estinzione anticipata dello strumento, prevedendo che al verificarsi di determinate ipotesi il titolare dello strumento possa esercitare il diritto di conversione in azioni della società controllata. In ogni caso, laddove il titolare dello strumento non eserciti il diritto di ricevere le azioni detenute dalla società nella società controllata, lo strumento si estinguerà automaticamente mantenendo però il diritto a ricevere *pari passu* con gli azionisti una porzione pari alla percentuale spettante ai titolari di strumenti finanziari partecipativi delle somme eventualmente depositate in vincolo a favore dei terzi acquirenti e/o degli eventuali crediti rinvenienti dalle cessioni/trasferimenti delle azioni della società controllata dalla società emittente nel caso di trasferimento delle stesse da parte della società emittente, a condizione, nella misura e a partire dal momento in cui tali somme fossero liberate in via definitiva a favore della società emittente ovvero tali crediti fossero incassati in via definitiva dalla società emittente.

Appare più difficoltoso, invece, adattare tali conclusioni al caso in cui vengano apportati beni diversi da quelli conferibili nelle società per azioni, ovvero prestazioni d'opera o servizi²⁸⁷.

In tale circostanza il titolare di strumenti finanziari partecipativi potrebbe ricevere a titolo di liquidazione una somma pari alla capitalizzazione del servizio reso ma, anche in questo caso, appare necessaria una espressa previsione statutaria che precisi, tra l'altro, le modalità ed i criteri in base ai quali debba avvenire la suddetta liquidazione²⁸⁸.

²⁸⁷ Come abbiamo già avuto modo di evidenziare, ai sensi dell'art. 2346, sesto comma c.c., che la società emetta strumenti finanziari a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi. Per un approfondimento, si rimanda, *supra*, Cap. IV, §4.

²⁸⁸ In questo senso cfr. MAGIULO, *Le categorie di azioni*, cit. p. 54; MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., p. 282 nota 650; RUGGERO, *Gli strumenti finanziari*, in *I contratti*, 2005, p. 504, secondo il quale: «se l'apporto ha determinato un'utilità per la società, non vi è ragione di escludere una partecipazione agli utili dei titolari di strumenti finanziari: sarà la società a dover restituire il valore dell'utile conseguito all'atto della liquidazione della società».

CAPITOLO V

Strumenti finanziari obbligazionari e obbligazioni partecipative

1. Strumenti finanziari di tipo obbligazionario: inquadramento sistematico

Norma cardine ai fini dell'inquadramento e della disciplina degli strumenti finanziari definiti in questo lavoro come "obbligazionari" è, come già più volte ricordato, l'art. 2411, ultimo comma, c.c. La formulazione di tale articolo appare tuttavia di non facile esegesi poiché risente, senza dubbio, della fretta – e conseguentemente dell'approssimazione – con cui è stata redatta.

Occorre infatti ricordare che, sino a poco prima della pubblicazione definitiva del d.lgs. 6/2003 sulla Gazzetta Ufficiale, l'art. 2411 c.c. prevedeva due soli commi, entrambi dedicati esclusivamente ad alcuni tipi di obbligazioni, ed in particolare, alle obbligazioni subordinate e a quelle indicizzate, per le quali era previsto che i tempi e l'entità, sia del rimborso del capitale che del pagamento degli interessi, potessero variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società²⁸⁹.

Successivamente, tuttavia, in prossimità del varo della novella, tale ultimo comma è stato modificato: da un lato, è stato mantenuto esclusivamente il riferimento all'indicizzazione dell'interesse, dall'altro, la possibilità di indicizzazione del rimborso del capitale è stata spostata, in modo parziale, nell'attuale terzo comma del 2411 c.c. con riferimento all'andamento economico della società per quanto riguarda gli "strumenti finanziari comunque denominati", assoggettandoli alla medesima disciplina prevista per le obbligazioni.

Da una parte, quindi, l'indicizzazione in linea capitale non riguarda più le "obbligazioni" ma, più in generale, "gli strumenti finanziari comunque denominati" e,

²⁸⁹ Più precisamente la bozza del decreto delegato del 30 settembre 2002 trasmessa dal Consiglio dei Ministri alle Camere conteneva la seguente formulazione: «i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società». Sui lavori preparatori, cfr. LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, p. 15 ss.; *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, a cura di VIETTI, AULETTA, LO CASCIO, TOMBARI, ZOPPINI, Milano, 2006.

dall'altra – differentemente da quanto previsto per l'indicizzazione degli interessi – viene preso a riferimento un unico parametro interno, ovvero quello dell'andamento economico della società, escludendo cioè dall'ambito di applicazione della norma, tutti quei titoli di debito che fanno dipendere il rimborso del capitale da parametri che, per quanto oggettivi, non siano strettamente riferiti all' "andamento economico della società emittente".

In sintesi, a seguito della riformulazione della norma, scopo della stessa non è più quello di legittimare l'emissione di titoli di debito che prevedano forme di indicizzazione in linea capitale, quanto piuttosto quello di estendere l'ambito di applicazione della disciplina delle obbligazioni agli strumenti finanziari che, comunque denominati, condizioni i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società²⁹⁰.

È opportuno però sottolineare ancora una volta che, al fine di applicare la disciplina delle obbligazioni, gli strumenti finanziari *de quo* devono necessariamente essere strumenti che prevedano l'obbligo di rimborso, seppur condizionato nei tempi e nell'entità, a determinati parametri interni ed oggettivi, o meglio da un solo parametro, *i.e.* l'andamento economico della società emittente²⁹¹.

Autorevole dottrina si è chiesta, a questo punto, se gli strumenti finanziari di cui all'articolo 2411, terzo comma, c.c. fossero in realtà delle vere e proprie obbligazioni o se comunque potessero assumere la forma "giuridica" delle obbligazioni. Da un lato vi è chi sostiene che tali strumenti, potendo avere varianti atipiche e innominate, possano assumere anche la veste di obbligazioni²⁹². Dall'altro, invece, chi, partendo dal dato

²⁹⁰ Si può incidentalmente osservare che nel testo del d.lgs. n. 6/2003 pubblicato in G.U. il 17 gennaio 2013 nell'incipit dell'art. 2411, terzo comma, c.c., si faceva riferimento a "la disciplina del presente capo" e non, invece "della presente sezione". Trattandosi naturalmente di un refuso, sintomo della fretteosità con cui è stata redatta la norma, tale riferimento è stato corretto con il decreto di rettifica pubblicato nel luglio 2003, in modo tale da fugare ogni dubbio circa il fatto che si volesse fare riferimento esclusivamente alla disciplina prevista in tema di obbligazioni contenuta nella Sezione VIII, del Capo V, del Titolo, V, del Libro V del codice civile (e non invece a tutto il Capo V, il quale contiene tutta la disciplina in materia di società per azioni).

²⁹¹ In questo senso cfr. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2013, p. 78; CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit. p. 25 ss. e 279 ss.; COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 735 ss.; NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, cit., p. 53 ss.

²⁹² Cfr. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 78 ss., laddove l'Autore rileva che «In senso favorevole depone, a mio avviso, un dato di carattere testuale: il riferimento a strumenti finanziari "comunque denominati" è talmente ampio da ricomprendere senz'altro anche le obbligazioni»; FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla Riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, cit., p. 705, il quale ritiene che la fattispecie oggetto dell'articolo 2411, comma terzo, sia da qualificarsi come "obbligazione".

letterale della norma, osserva che se il legislatore avesse voluto prevedere delle obbligazioni indicizzate lo avrebbe fatto espressamente (come già previsto nella precedente versione dell'articolo pocanzi ricordato)²⁹³.

Dalle considerazioni che precedono emerge da un lato un certo grado di incertezza del legislatore storico nel riconoscere in forma esplicita natura obbligazionaria agli strumenti rappresentativi di un debito verso la società caratterizzato da una certa esposizione al rischio imprenditoriale, incertezza che tuttavia si risolve sul piano nominalistico e non su quello regolamentare; dall'altro, l'opzione normativa per il principio di prevalenza della sostanza sulla forma, tesa ad impedire che l'uso di un *nomen iuris* diverso, a fronte di un'operazione sostanzialmente identica a quella del prestito obbligazionario, possa risolversi nell'elusione della normativa prudenziale posta a tutela degli investitori²⁹⁴.

A tale riguardo, appare infatti fondamentale rilevare che, in verità, indipendentemente dal *nomen iuris* ad essi attribuito, scopo della norma in esame non è quello di stabilire se gli strumenti finanziari con rimborso del capitale indicizzato all'andamento economico della società siano o meno delle obbligazioni, quanto piuttosto la circostanza che gli stessi vengano assoggettati *ex lege* alla disciplina delle stesse.

Come è stato opportunamente rilevato, quindi, la questione di stabilire se gli strumenti *de quo* siano o meno delle obbligazioni appare priva di utilità pratica, risultando meramente nominalistica e definitoria²⁹⁵. Tuttavia, volendo risolvere questo quesito, sembrerebbe che, data la genesi della norma, il legislatore non volendo indentificare come pure "obbligazioni" quegli strumenti che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale (e non solo degli interessi), abbia preferito utilizzare una definizione diversa, sicuramente più generica. E' stato inoltre opportunamente rilevato che qualora uno strumento comunque denominato contenente un obbligo di rimborso condizionato all'andamento economico della società fosse qualificabile come

²⁹³ Cfr. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, cit. p. 358 ss., in cui l'Autore rileva che «le vicende che hanno segnato la redazione dell'articolo 2411 c.c. e, nella specie, l'avvenuta espunzione dal secondo comma dell'articolo in questione del riferimento testuale al rimborso del capitale parrebbero deporre in senso opposto».

²⁹⁴ In tal senso *Contributo alla ricostruzione della fattispecie "strumento finanziario partecipativo (uno, nessuno o centomila?)*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, fasc. 4, 2009, p. 409.

²⁹⁵ In questo senso, seppur arrivando a conclusioni parzialmente diverse, GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 78 ss.

“obbligazione” tale norma sarebbe infatti superflua in quanto si applicherebbero direttamente le disposizioni in tema di obbligazioni²⁹⁶.

Gli strumenti finanziari obbligazionari sono quindi regolati allo stesso modo delle obbligazioni al fine di evitare forme elusive di tale disciplina, anche se essi appaiono diversi dalla nozione classica di obbligazione, seppur con la precisazione che il nostro codice non fornisce una vera definizione né di obbligazione né di strumenti finanziari obbligazionari. Sembrerebbe però che lo schema tipo dell’obbligazione risulti insensibile alla condizione economica del debitore e la sua configurazione potrebbe potersi spingere fino al punto di prevedere l’astratta possibilità di un mancato pagamento degli interessi – che possono essere indicizzati ai sensi del secondo comma dell’art. 2411 c.c. – ma non di un rimborso dell’intero ammontare versato in linea capitale.

In questo senso, dunque, il rapporto esistente tra gli strumenti finanziari di cui all’art. 2411, terzo comma, c.c. e le obbligazioni sembrerebbe configurarsi in maniera simile a quello esistente tra gli strumenti finanziari partecipativi di cui all’art. 2346, ultimo comma, c.c. e le azioni.

Volendo tessere un filo continuo tra strumenti di *equity* e strumenti di debito nella società per azioni, troviamo ad una estremità le azioni, subito dopo gli strumenti che potremmo dire *para-azionari* (ovvero gli strumenti finanziari partecipativi), a seguire gli strumenti *para-obbligazionari* (ovvero gli strumenti finanziari comunque definiti di cui all’art. 2411, terzo comma, c.c.) ed, infine, le obbligazioni, all’estremità opposta.

Tutto ciò premesso, l’articolo 2411, ultimo comma, c.c., pone alcune importanti questioni di ordine esegetico e sistematico che appare opportuno considerare.

In particolare occorre ricordare che la norma in esame estende integralmente la disciplina delle obbligazioni agli strumenti finanziari dotati di forme di indicizzazione che (i) riguardino i tempi e le modalità del rimborso del capitale e (ii) i cui parametri facciano riferimento all’andamento economico della società.

Da ciò dovrebbe conseguire che tale norma non abbia in realtà una funzione anti-elusiva di portata generale, poiché l’estensione della sezione del codice relativa alle obbligazioni non riguarderebbe gli strumenti che non presentino le suddette

²⁹⁶ MIGNONE, *Commento al sesto comma dell’articolo 2346*, cit., p. 239 ss.; AUDINO, *Commento sub art. 2411*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, p. 1231 ss.

caratteristiche. Tuttavia, aderendo a tale ricostruzione, si arriverebbe all'assurdo risultato secondo cui uno strumento che condizioni l'entità del rimborso a parametri esterni alla società o comunque all'avveramento di eventi slegati dall'andamento economico della società non dovrebbe soggiacere alle norme previste in tema di obbligazioni, ma potrebbe essere liberamente regolato dall'autonomia contrattuale. Per tale ragione ritengo condivisibile la tesi di chi ritiene che l'art. 2411 c.c., nella sua interezza – e quindi anche il terzo comma – prima ancora di avere una funzione “espansiva”, dovrebbe avere valore esemplificativo. Se infatti è certo che le obbligazioni subordinate (di cui all'art. 2411, primo comma, c.c.) e le obbligazioni indicizzate (di cui all'articolo 2411, secondo comma, c.c.) non siano le uniche tipologie di obbligazioni previste nella prassi applicativa, sembra altrettanto plausibile che nemmeno la previsione di cui al terzo comma dell'art. 2411 c.c. abbia carattere tassativo. D'altronde, se al contrario l'art. 2411 c.c. contenesse un'elencazione tassativa, si dovrebbe al contempo spiegare come mai manchi proprio la descrizione della fattispecie classica di obbligazione.

In definitiva, quindi, appare corretto sostenere che la *ratio* della previsione di cui all'ultimo comma dell'articolo 2411 sia quella di estendere la disciplina delle obbligazioni a strumenti che, malgrado le somiglianze, non sono propriamente obbligazioni, ponendosi come una norma anti-elusiva di carattere generale volta ad impedire che le disposizioni in materia di obbligazioni siano aggirate mediante l'emissione di strumenti finanziari aventi causa di finanziamento diversi dalle obbligazioni²⁹⁷.

Taluni Autori tuttavia, pur sostenendo quanto appena affermato, ovvero condividendo che la norma *de qua* abbia la *ratio* sopra ricordata, raggiungono però conclusioni diverse in tema di disciplina applicabile agli strumenti finanziari che, pur rientrando nell'ipotesi di cui al 2411, terzo comma, c.c. (ossia strumenti con rimborso del capitale

²⁹⁷ In questo senso, GIANNELLI, *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 77, il quale rileva inoltre che tale finalità sarebbe stata raggiunta solo parzialmente, successivamente tuttavia l'Autore sembra aver cambiato opinione laddove evidenzia che «pare quindi assai difficile sostenere che l'art. 2411, comma 3, cod. civ., costituisca il punto di emersione legislativo di una regola più generale finalizzata a prevenire l'elusione delle disposizioni in materia di obbligazioni ogniqualvolta si sia in presenza di strumenti finanziari ad esse assimilabili per la presenza dell'obbligo di rimborso». Tuttavia l'Autore ritiene applicabile la disciplina in tema di obbligazioni, ed in particolare i limiti quantitativi di cui all'art. 2412 c.c., in virtù delle regole generali in materia di analogia nonché eventualmente, laddove ne ricorrano i requisiti, quelle di ipotesi in frode alla legge ex art. 1344 c.c. con conseguente nullità dell'emissione effettuata, GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit. p. 79.

indicizzato all'andamento economico della società), presentino caratteristiche diverse da quelle tipicamente obbligazionarie, ovvero prerogative di natura patrimoniale o amministrativa tipicamente partecipative. Mi riferisco, in particolare, al diritto di voto, il diritto agli utili o più semplicemente il diritto di consultazione dei libri sociali o il diritto di intervenire in assemblea. Come già ricordato in precedenza, la tesi più diffusa²⁹⁸, seppur con diverse declinazioni, sembra essere quella di prevedere un'applicazione selettiva e funzionale delle disposizioni in tema di obbligazioni.

In estrema sintesi tali Autori sostengono che, pur in presenza di diritti partecipativi, l'esistenza dell'obbligo di rimborso, per quanto condizionato nei tempi e nei modi dell'andamento economico della società, imporrà in ogni caso di interrogarsi sull'applicazione dei limiti di cui all'art. 2412 c.c. e "ciò indipendentemente dal fatto che si qualifichi lo strumento come para-obbligazionario ex 2411, comma 3, c.c. oppure come partecipativo ex art. 2346, comma 6., c.c."²⁹⁹. D'altro canto, però, la presenza di diritti amministrativi non sembrerebbe compatibile con le regole in materia di competenza all'emissione di previste per le obbligazioni. La competenza in questo caso dovrebbe essere assembleare e non attribuibile, almeno in via diretta ed esclusiva, agli amministratori.

In presenza di caratteristiche di tal fatta – ovvero di coesistenza nello stesso strumento finanziario di prerogative partecipative e di diritti non partecipativi – piuttosto che negare in radice l'applicabilità dell'art. 2411, terzo comma, c.c., secondo tali Autori, sembrerebbe preferibile ritenere che la disciplina obbligazionaria possa applicarsi solo parzialmente, nella misura in cui essa non sia confliggente o incompatibile con la regolamentazione delle ulteriori fattispecie normative richiamate nelle caratteristiche dello strumento ibrido (*i.e.* le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, sesto comma, c.c.).

In buona sostanza, in una siffatta situazione, occorrerebbe ricorrere ad una sorta di "cherry picking" normativo al fine di creare una disciplina *ad hoc* per tali strumenti, disciplina che tuttavia il legislatore non ha in alcun modo previsto.

Al contrario, in base a tale impostazione, l'inapplicabilità dell'articolo 2411, terzo comma, c.c., a strumenti con capitale indicizzato, non solo avrebbe effetti distorsivi, ma

²⁹⁸ Cfr. NOTARI, *Le azioni speciali*, cit., p. 46 ss.; GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 82 ss.; CIAN, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 28.

²⁹⁹ Così GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 83.

sollevarrebbe qualche perplessità, poiché ciò presupporrebbe la previsione di ulteriori requisiti normativi che la norma in questione non esplicita affatto. Più nello specifico, la critica si basa sul fondamento che il rinvio alla disciplina obbligazionaria presupporrebbe non solo l'indicizzazione in linea capitale a parametri oggettivi, ma anche, in negativo, l'assenza di diritti partecipativi. Tuttavia questo secondo requisito non sarebbe esplicitato nella formulazione letterale dell'art. 2411, terzo comma, c.c. Seppur ad una prima lettura la ricostruzione appena riportata potrebbe sembrare assolutamente “giusta” secondo l’accezione data da Ulpiano, ad un sguardo più attento non appare totalmente coerente con il dato letterale e sistematico delle norme richiamate. Se infatti è vero che la norma in questione non prevede un esplicito divieto nel creare strumenti aventi natura di finanziamento (stante la presenza almeno astratta di un obbligo di rimborso) ma forniti di diritti propriamente partecipativi (come quelli di cui all’art. 2346, sesto comma, c.c.), tale divieto sembra facilmente ricavabile tramite una lettura sistematica della stessa. In primo luogo ritengo che se il legislatore avesse voluto offrire la possibile di creare tali tipologia di strumenti, quale *tertium genus*, lo avrebbe dovuto fare in maniera credo quantomeno più chiara, poiché la presenza degli stessi non sembra essere legittimata di per sé nel nostro ordinamento, quantomeno *de iure condito*. Non è dunque possibile andare oltre il dettato normativo ed affidare all’art. 2411, terzo comma, c.c. la funzione di rimediare all’anelasticità della fattispecie obbligazionaria ed azionaria. Allo stato, come già esposto nelle pagine che precedono³⁰⁰, il legislatore si è limitato a prevedere degli strumenti para-azionari di cui all’articolo 2346, sesto comma, c.c. e degli strumenti para-obbligazionari di cui all’articolo 2411, terzo comma, c.c., ma non degli strumenti a metà strada tra queste due fattispecie. Non escludo invece che, *de iure condendo*, si debba riflettere e si possano aprire delle discussioni circa l’opportunità di creare delle forme obbligazionarie dotate di diritti amministrativi sulla falsariga dei cosiddetti *voting bond* già conosciuti nei paesi anglosassoni³⁰¹. Sotto questo punto di vista, seppur nel nostro ordinamento non sia

³⁰⁰ *Supra*, Cap. II, §1.

³⁰¹ Per un approfondimento circa tali strumenti si rimanda a GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 125 ss., in particolare l’Autore, anche attraverso un’approfondita analisi di diritto comparato con particolare riguardo agli Stati Uniti e ai sistemi anglosassoni, arriva a sostenere che non sia in realtà presente in astratto un conflitto insanabile tra l’obbligo di rimborso e diritto di voto. Dell’avviso secondo cui nè i titoli obbligazionari nè gli altri titoli di debito possano attribuire diritti amministrativi come invece avviene nell’esperienza angloamericana dei *voting bonds*, GAMBINO-SANTOSUOSSO, *Società di*

attualmente legittima l'attribuzione statutaria di diritti propriamente partecipativi a strumenti finanziari obbligazionari, credo occorrerebbe in ogni caso riflettere, ed è questo il compito del giurista, se un simile divieto corrisponda ad un interesse di carattere generale o se invece esso appaia superabile senza stravolgere completamente il nostro sistema³⁰².

Altro però è voler legittimare la possibilità di emettere tali strumenti nel nostro ordinamento mediante l'art. 2411, terzo comma c.c. e, ancora di più, a tal fine, creare in via interpretativa un'apposita disciplina nel tentativo di coniugare le esigenze di tutela derivanti da entrambe le fattispecie, senza che però la stessa sia stata neanche lontanamente prevista dal legislatore, il quale – al contrario – si limita a prevedere che per gli strumenti di cui all'art. 2411, terzo comma, c.c. si applica l'*intera* disciplina prevista in tema di obbligazioni. È facile intuire che, invece, adottando la tesi qui non condivisa, si incorrerebbe sicuramente in una totale anarchia normativa, in cui ognuno potrebbe declinare le caratteristiche dello strumento finanziario e adattare allo stesso la disciplina che più gradisce, eventualmente anche a fini opportunistici, a scapito di qualsiasi esigenza di certezza del diritto³⁰³. In altre parole, ritengo che il criterio dell'applicazione selettiva e funzionale delle porzioni di disciplina reciprocamente compatibili, oltre a non essere supportato da indici normativi certi, non appare funzionale a rispondere all'esigenza di certezza del diritto avvertita in special modo dall'investitore, dalla cui soddisfazione dipende in massima parte l'appetibilità degli strumenti sul mercato³⁰⁴.

capitali 2, II, Torino, 2007, p. 182 ss. In senso contrario FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Montagnani (a cura di), Milano, 2004, p. 77.

³⁰² In questo senso un raffronto con i paesi statunitensi, per quanto naturalmente utile a fini conoscitivi e pur volendone condividere alcune argomentazioni e conclusioni regolamentari, non può essere utilizzato come esempio dal punto di vista applicativo, inteso come modello applicativo, dal momento che, come noto, tali ordinamenti si basano su principi completamente opposti a quello italiano, con particolare riferimento all'assenza di una disciplina relativa al capitale sociale.

³⁰³ In questo senso ENRIQUES, *Quartum non datur*, cit., p. 182, il quale pur ammettendo in linea di principio la possibilità di avvalersi dell'amplia formulazione dell'art. 2346, sesto comma, c.c., anche per l'emissione di voting bond, paventa altresì il rischio che, l'utilizzo della disposizione in discorso, consenta l'elusione di tutta una serie di norme imperative dettate in materia di obbligazioni, dando vita a quelli che l'Autore definisce come "voting 'non-bond' bonds".

³⁰⁴ Sull'importanza della standardizzazione nell'ottica di facilitare la valutazione da parte dell'investitore della sostanza economica e finanziaria dell'operazione cfr., tra gli altri, MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., p. 275.

In estrema sintesi “il rapporto tra le due discipline (quelle delle sezioni V e VII) non è di complementarità ma di reciproca (e totale) esclusione”³⁰⁵ e attribuire alla norme in questione significati diversi è, ad avviso di chi scrive, ultroneo e non giustificabile.

In una prospettiva regolatoria, le considerazioni svolte dai sostenitori dell'interpretazione prima richiamata possono tuttavia essere utili a confermare l'opportunità di un progetto di ridisegno della fattispecie azionaria e obbligazionaria, offrendo, al contempo, un'indicazione precisa in ordine alla necessità di non ingessare le fattispecie tipiche oltre quanto strettamente necessario per conservare i caratteri tipici dell'azione e dell'obbligazione. In altre parole, non escludo che si possano trarre dei benefici dall'introduzione di strumenti completamente, per così dire, completamente “ibridi”, lasciando maggiore libertà nella declinazione delle caratteristiche di tali strumenti, sia dal punto di vista della remunerazione e della durata dell'investimento, sia sotto il profilo dei diritti amministrativi, e in particolare, nel senso di riconoscere un potere di graduazione dei diritti di voto funzionali al monitoraggio e al controllo, specie per quelle obbligazioni che rappresentano finanziamenti perpetui o a lunghissima durata³⁰⁶. Al contempo sarebbe però necessario che il legislatore prevedesse espressamente, almeno nei caratteri essenziali, la disciplina applicabile a tali strumenti, anche per ciò che concerne la loro apposizione contabile.

Appare di non poco momento aggiungere che tali conclusioni sembrano essere confermate dal recente intervento normativo avvenuto mediante il Decreto Sviluppo, il

³⁰⁵ Così SORCI, *Contributo alla ricostruzione della fattispecie “strumento finanziario partecipativo*, cit., p. 408, in cui l'Autrice spiega chiaramente che: «A questa conclusione si perviene considerando che: i) l'art. 2411, comma 3°, assoggetta gli strumenti finanziari c.d. quasi obbligazionari all'intera disciplina delle obbligazioni in via diretta, senza che questa estensione sia subordinata ad un giudizio di compatibilità con la fattispecie presa in esame; ii) l'attribuzione di diritti amministrativi agli strumenti di cui al terzo comma non è richiamata come elemento giustificante un'eccezione rispetto alla regola dell'applicazione generalizzata delle norme della sezione VII; iii) l'espunzione, *de iure condendo*, dell'esplicito riferimento all'attribuzione di diritti amministrativi c.d. deboli correlati al grado di rischio dell'investimento parrebbe far pensare ad una precisa scelta del legislatore di non attribuire posizioni di natura corporativa ai titolari degli strumenti di cui all'art. 2411 ulteriori e comunque svincolate dalla tradizionale (ed immutata) organizzazione comune della categoria; il che impedirebbe all'interprete il ricorso all'uso dell'analogia per giustificare l'applicazione delle norme di cui agli artt. 2351, comma 5°, e 2376, comma 1°, c.c., non evidenziandosi in tali casi una lacuna *iuris*; iv) il riferimento all'aggettivo "partecipativo" come sinonimo di amministrativo è frutto di un difetto di coordinamento delle norme sotto il profilo terminologico, difetto che solo in alcuni casi, in sede di redazione della versione definitiva dell'articolato, è stato corretto; v) la pretesa applicabilità agli strumenti obbligazionari o quasi obbligazionari dotati di diritti amministrativi del disposto contenuto all'art. 2376, comma 1°, anche ammesso che fosse possibile, avrebbe come unica conseguenza di carattere applicativo la modifica del quorum deliberativo dell'assemblea speciale in seconda convocazione ma solo con riferimento alle deliberazioni modificative delle condizioni del prestito».

³⁰⁶ In questo senso, anche se pre-riforma del 2003, si veda LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 149 ss.

quale nell'ambito di una più ampia rivisitazione della disciplina relativa alle obbligazioni emesse da società non quotate, ha introdotto all'articolo 32 (commi da 19 a 25) una specifica disciplina in tema di “obbligazioni partecipative”, ovvero obbligazioni con “clausole di *partecipazione agli utili* d'impresa dell'emittente”³⁰⁷. Pur con tutte le cautele richieste da una formulazione legislativa tutt'altro che ineccepibile e a tratti contraddittoria, secondo autorevole dottrina, tale riferimento parrebbe confermare che “l'art. 2411 c.c. non consentisse, per sé, di emettere obbligazioni partecipative o strumenti finanziari partecipativi in senso stretto, altrimenti non vi sarebbe stata ragione di disciplinarle espressamente a pochi anni dalla riforma del 2003 e soltanto per le società non quotate”³⁰⁸. Non ritengo tuttavia tale interpretazione totalmente condivisibile. Se così fosse, infatti, si sarebbe costretti ad affermare la presenza di alcune falle di sistema a livello di disciplina applicabile a questi strumenti. Mi soffermerò successivamente ad esplicitare nel dettaglio il contenuto di tale considerazione, analizzando l'oggetto della novella legislativa e i profili delle “nuove” obbligazioni partecipative³⁰⁹.

2. Elementi della fattispecie: caratteristiche e natura degli strumenti finanziari ex art. 2411, terzo comma, c.c.

Prima di esaminare la disciplina applicabile agli strumenti di cui all'art. 2411, terzo comma, c.c., appare opportuno soffermarsi preliminarmente sui confini della fattispecie in oggetto, identificandone i tratti distintivi rispetto ad altri strumenti finanziari previsti nel nostro ordinamento (quali *in primis* gli strumenti emessi ai sensi dell'articolo 2346, sesto comma, c.c.) secondo la *summa divisio* già ricordata nelle pagine che precedono³¹⁰.

Come è stato già sottolineato, grazie alla riforma del 2003 è ora possibile dare vita a strumenti finanziari di diversa natura che abbiano, almeno apparentemente,

³⁰⁷ Articolo 32, comma 20, decreto legge n. 83/2012 convertito con modificazioni, dalla legge 134/2012.

³⁰⁸ Così GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 100.

³⁰⁹ Si rimanda al Cap. VI, § 3 che segue.

³¹⁰ Per un approfondimento circa la distinzione tra strumenti finanziari partecipativi e strumenti finanziari obbligazionari, si rimanda *supra*, Cap II.

caratteristiche molto simili, se non addirittura equivalenti. Si pensi ad esempio, come è stato osservato in dottrina³¹¹, alla rassomiglianza esistente tra un'azione privilegiata nella ripartizione degli utili, postergata nelle perdite e priva di diritti amministrativi, da un lato, e un'obbligazione perpetua con diritto al rimborso del capitale solo in sede di liquidazione in via subordinata rispetto a tutti gli altri creditori e con interessi indicizzati all'andamento economico della società, dall'altro. Ugualmente, spesso appare molto difficile scorgere le differenze tra uno strumento finanziario partecipativo privo di diritti amministrativi e uno strumento finanziario obbligazionario con rimborso collegato all'andamento economico della società e durata coincidente con la vita della società. Appare indubbio, quindi, che vi possano essere fattispecie con elementi economico-finanziari e profili di rischio quasi totalmente analoghi.

In tali circostanze l'unico criterio realmente affidante è costituito dal diverso assetto causale posto alla base dell'operazione di emissione, così come determinato dalla volontà delle parti. In questo senso autorevole dottrina³¹² aveva sostenuto che in presenza di fattispecie sostanzialmente equivalenti da un punto di vista puramente economico, la disciplina applicabile non potrà che essere determinata dall'intento giuridico dei soggetti coinvolti. In tali casi ciò che funge da *discrimen* è la volontà delle parti sottesa all'operazione economica, o meglio se le parti intendano porre in essere, ed effettivamente realizzino, un'operazione di investimento nella società, oppure, alternativamente, un'operazione di finanziamento alla stessa³¹³.

Nel primo caso l'obiettivo delle parti dovrebbe essere quello di incrementare il patrimonio comune della società al fine di dividerne nel medio-lungo termine i risultati economici prodotti dalla stessa. Nel secondo caso, invece, quando l'operazione di emissione abbia prevalentemente causa di finanziamento, il sottoscrittore dello strumento finanziario manterrebbe una posizione di estraneità rispetto alla società e dovrà quindi sussistere una *causa credendi* del sottoscrittore che decide di finanziare la società, accompagnata da una aspettativa, per quanto

³¹¹ VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, Torino, 2012, p. 58.

³¹² OPPO, *Questioni in tema di azioni e strumenti finanziari*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA e PORTALE, Torino, 2006, p. 716.

³¹³ La distinzione tra investimento nella società e finanziamento alla stessa è efficacemente proposta da VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit., p. 69.

astratta, di rimborso. Ove tale aspettativa mancasse *ab origine*, il finanziatore non sarebbe in realtà più tale e non sottoscriverebbe, quindi, un'operazione di prestito.

A questi fini non rileva che il sottoscrittore accetti condizioni contrattuali idonee ad incrementare il rischio di mancato rimborso, come può essere una clausola di subordinazione assoluta o quella che faccia dipendere il ricorso del capitale – e non solo dell'interesse – all'andamento economico dell'emittente. Condizioni contrattuali di tal tipo “incidono sulla *quantificazione* del rischio assunto dal finanziatore, ma non comportano di per sé una mutazione genetica verso il capitale di rischio”³¹⁴. Tale aumento di rischio troverà infatti, come spesso accade, un adeguato corrispettivo in una più elevata remunerazione a favore del finanziatore o in altri tipi di benefici che a più ampio spettro spingono il finanziatore ad incrementare il suo profilo di rischio. Da ciò deriva, peraltro, come già precedentemente approfondito³¹⁵, una diversa allocazione contabile che, per quanto riguarda le fattispecie tipiche dell'azione e dell'obbligazione sfocia nella distinzione tra capitale sociale e capitale di debito, mentre per quanto riguarda gli strumenti finanziari si traduce nella diversa classificazione tra le voci del patrimonio netto della società o tra quelle di debito.

Tutto ciò premesso, volendo identificare una lista delle caratteristiche essenziali degli strumenti comunque denominati di cui all'art. 2411, terzo comma, c.c., si dovrà indicare, *in primis*, l'obbligo di rimborso del capitale versato, seppur condizionato all'andamento economico della società, tale per cui la pretesa restitutoria, anche laddove condizionata oltre che subordinata, dovrà sempre risultare prioritaria rispetto al diritto dei soci nel riparto del residuo attivo in sede di liquidazione³¹⁶. Tali tipi di strumenti, pertanto, avendo causa di finanziamento nonostante la misura del rimborso sia suscettibile di ridursi anche al di sotto del valore nominale in funzione degli esiti della gestione, non solo non potranno assumere nella restituzione dell'apporto una posizione deteriore rispetto ai soci, ma non potranno neppure concorrere *pari passu* con essi in sede di liquidazione, diversamente da quanto

³¹⁴ Così GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 120.

³¹⁵ Si rimanda, *supra*, Cap. III.

³¹⁶ Per un approfondimento a più ampio spettro sulla natura, le caratteristiche e la disciplina applicabile agli strumenti finanziari obbligazionari, si veda CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit. p. 2 ss.

sostenuto da alcuni autori con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, sesto comma, c.c.³¹⁷

In secondo luogo affinché possa rientrare nelle ipotesi *de qua*, è necessario che lo strumento preveda il diritto ad una remunerazione periodica, qualificabile come interesse, che non consista in una porzione degli utile sociali (anche se una situazione di tal fatta sembrerebbe essere stata ammessa, secondo alcuni autori, dal Decreto Sviluppo per le c.d. obbligazioni partecipative³¹⁸) in misura fissa oppure anch'essa condizionata all'andamento economico della società emittente.

Inoltre, a conferma della causa creditizia di tali strumenti, seppur tale caratteristica non è certamente identificabile come essenziale ai fini della qualificazione degli strumenti finanziari obbligazionari, i sottoscrittori potranno convenire con la società emittente che alla stessa sia attribuita la facoltà di rimborsare anticipatamente lo strumento al verificarsi di particolare circostanze identificate nel regolamento dello strumento stesso, mediante il pagamento di una remunerazione più elevata.

Infine, la causa di finanziamento di tali strumenti comporterà che la società iscriva il prestito tra le passività finanziarie e non, invece, come una voce del patrimonio netto, conseguenza che in realtà, come già ricordato³¹⁹, rappresenta al contempo un presupposto dell'operazione economica sottesa all'emissione dello strumento finanziario.

3. Profili di disciplina applicabile: la competenza all'emissione, i limiti di cui all'art. 2412 c.c. e i diritti organizzativi.

Come detto, nelle ipotesi in cui l'operazione di emissione abbia causa di finanziamento nei termini descritti nel precedente paragrafo, troverà applicazione, in virtù del richiamo operato dall'art. 2411, terzo comma, c.c., la disciplina delle obbligazioni di cui alla Sezione VIII del Capo V, del Titolo, V, del Libro V del codice civile.

³¹⁷ Si veda, *supra*, Cap. IV, §6.

³¹⁸ Si rimanda, *infra*, Cap. VI, § 3.

³¹⁹ Per allocazione contabile degli strumenti finanziari obbligazionari, si veda, *supra*, Cap. III, §2.

Al riguardo sembra anzitutto doveroso sottolineare che tale rinvio è destinato ad operare in via integrale e senza eccezioni, dal momento che non si ravvedono ragioni, per lo meno in base al dato letterale della norma, per un'applicazione selettiva della suddetta disciplina.

In primo luogo occorre spendere qualche considerazione circa la competenza all'emissione di tali strumenti, operando un confronto rispetto a quanto discusso in tema di strumenti finanziari partecipativi³²⁰. Richiamando la disciplina delle obbligazioni, la competenza a deliberare l'emissione spetterà, salvo diversa scelta statutaria, agli amministratori, con le formalità previste dall'art. 2410 c.c. Tale competenza non può che trovare propria giustificazione nella circostanza che, a differenza degli strumenti finanziari partecipativi, tali strumenti, in modo analogo alle obbligazioni, non possono prevedere diritti amministrativi o patrimoniali che interferiscano con i diritti dei soci. Sebbene il rendimento o il rimborso collegati all'andamento economico della società evocano una partecipazione al rischio di impresa ciò non basta a considerarli strumenti "partecipativi" secondo l'accezione chiarita nelle pagine che precedono³²¹. Benché, senza dubbio, lo statuto può prevedere di affidare all'organo amministrativo la concreta emissione di strumenti finanziari degli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, ultimo comma, c.c., tale regime si avvicina solo in apparenza a quello previsto dall'art. 2410 c.c. Come già chiarito³²², vi è infatti una radicale differenza tra una previsione statutaria indispensabile (ex art. 2346, ultimo comma, c.c.) per l'esercizio del potere dell'organo amministrativo, successivamente investito del potere in concreto di emettere tali strumenti in base a quanto già dettagliatamente stabilito dallo statuto³²³, e un potere originario di emissione in capo all'organo gestorio. D'altro canto la suddetta divergenza sembra solo apparentemente attenuata laddove lo statuto rimetta

³²⁰ Si veda *supra* Cap. IV, §3.

³²¹ La correlazione non solo degli interessi ma anche del capitale all'andamento economico della società si dovrebbe esprimere secondo modalità che non incidono sulla partecipazione all'utile dei soci, con l'effetto che non sarebbe strettamente necessario un preventivo consenso di questi ultimi all'emissione. Il condizionale tuttavia è d'obbligo dal momento che a seguito del Decreto Sviluppo sembrerebbe possibile emettere obbligazioni con clausole di partecipazione agli utili della società, senza però specificare una specifica disciplina in tema di competenza all'emissione di tali strumenti, che quindi rimarrebbe soggetta alla regola generale di cui all'art. 2410 c.c.

³²² Si rimanda *supra* Cap. IV, §3.

³²³ In particolare, ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c. lo statuto dovrà prevedere i termini di modalità e condizioni di emissione, i diritti che possono essere attribuiti a tali strumenti, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni ed l'eventuale legge di circolazione, se ammessa.

espressamente all'assemblea ordinaria³²⁴ o straordinaria, come consentito dall'art. 2410 c.c., la deliberazione di emissione di strumenti finanziari obbligazionari. In tal caso, infatti, non è necessario, diversamente da quanto richiesto dall'art. 2346, ultimo comma, c.c., che lo statuto indentifichi il "modello" di strumento finanziario di cui si ammette l'emissione. Pertanto resterà nella libertà degli amministratori di stabilire, nel silenzio dello statuto, il contenuto, limiti e modalità attuative del prestito obbligazionario³²⁵.

Inoltre, appare doveroso quantomeno ricordare che dalla disciplina della competenza in sede di emissione dipende anche il regime delle conseguenze giuridiche in caso di esercizio patologico di tale decisione³²⁶.

Proseguendo nell'indagine delineata, altro aspetto certamente assai rilevante per ciò che concerne la disciplina applicabile agli strumenti finanziari obbligazionari riguarda senza dubbio l'applicazione dei limiti all'emissione di cui all'art. 2412 c.c.³²⁷

Prima della riforma del diritto societario la questione dell'applicazione dei limiti quantitativi si era già posta, seppur in termini diversi, con riferimento ad obbligazioni che prevedevano una rivalutazione del capitale prestato in base all'indice generale del costo della vita in Italia pubblicato dall'Istituto Centrale di Statistica.

Agli inizi degli anni ottanta vi furono, infatti, alcune pronunce di Tribunali in sede di omologazione³²⁸ che hanno affermato l'inammissibilità di tali obbligazioni

³²⁴ Favorevole a tale possibilità, LUONI, *Obbligazioni Strumenti finanziari Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna 2010, p. 84 ss, nt. 22; PISANI, *I titoli obbligazionari*, cit. p. 23. Contra GIANNELLI, sub. art. 2410, c.c., *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di NOTARI-BIANCHI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, Milano, 2006, p. 13; AUDINO, sub art. 2410, cit., p. 1216, sostenendo che il novellato art. 2364 c.c. (a differenza di quanto previsto ante riforma) non prevede che l'autonomia statutaria possa attribuire all'assemblea ordinaria la competenza a deliberare in materie pertinenti "la gestione della società".

³²⁵ In questo senso MALTONI, *Le obbligazioni*, cit. p. 347.

³²⁶ Da un lato il regime di invalidità delle delibere assembleari, dall'altro quello delle delibere del consiglio di amministrazione. Per una trattazione approfondita di tali aspetti si veda CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., p. 38 ss.

³²⁷ Per un'analisi di tale norma, soprattutto con riferimento alla *ratio* della stessa, si rimanda a GIANNELLI, *Commento sub. art. 2412 c.c., Obbligazioni. Bilancio*, a cura di NOTARI-BIANCHI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, Milano, 2006, p. 91 ss.; ID., *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Patrimoni destinati.*, in AA. VV., *Diritto delle società, Manuale breve*, 2008, p. 164 ss.; Campobasso, *Le Obbligazioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da COLOMBO-PORTALE, vol. V, Torino, 2006, p. 386 ss.; FERRO-LUZZI, *Il limite alla emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, lett. a) L. n. 262/2005*, in *Riv. società*, 2007, p. 225 ss.; ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., p. 82; con riferimento all'art. 2410 c.c. pre-riforma, PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da COLOMBO-PORTALE, vol I, Torino, 2004, p. 64 ss.

³²⁸ Tribunale di Milano del 17 luglio 1982, confermata in appello nel 11 novembre 1982, entrambe pubblicate su *Giur. comm.* 1983, II, p. 750 ss. e Tribunale di Torino del 22 marzo 1985, in *Riv. dir. comm.*, 1985, II, p. 487 ss.

considerandole in violazione dell'art. 2410, primo comma, c.c., nella sua previgente versione, il quale fissava quale limite all'emissione del prestito obbligazionario il valore del capitale sociale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato.

In particolare tali corti hanno ritenuto che la norma in esame "esprimendo il limite quantitativo all'emissione del prestito in termini sicuramente nominali non consent[iva] (per l'impossibilità stessa di un raffronto fra valori determinati in modo diverso) un prestito obbligazionario agganciato a criteri non nominali". In altre parole, è stato ritenuto che il limite imposto dall'articolo 2412 c.c. veniva violato poiché per le obbligazioni indicizzate non vi è certezza – al momento dell'emissione– circa l'esatto ammontare che dovrà essere rimborsato agli obbligazionisti alla scadenza.

Pertanto, non potendo prevedere a priori la somma che verrà effettivamente rimborsata ai sottoscrittori, si potrebbe verificare il caso in cui, nonostante il valore del prestito al momento dell'emissione fosse inferiore al limite quantitativo fissato dall'articolo 2412 c.c. (ante riforma o quello attuale), la società debba pagare, al momento del rimborso, una cifra superiore a tale limite.

Giova sottolineare, però, che già prima della riforma l'orientamento interpretativo sopra riportato non veniva accolto dalla dottrina maggioritaria³²⁹. Peraltro, alla luce della attuale versione dell'articolo 2412 c.c., si può senz'altro sostenere che tali dubbi non possono più ritenersi fondati con riferimento a tutti i casi in cui, secondo la vigente formulazione, le società per azioni possono emettere obbligazioni senza rispettare suddetti limiti. Si fa riferimento, in particolare, all'emissione di obbligazioni quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (come ora disciplinate dall'art. 32, comma 26, del Decreto Sviluppo), nonché a quelle destinate alla sottoscrizione da parte di investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale, alle obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi e agli altri casi indicati dallo stesso art. 2412 c.c. Viceversa, le obiezioni mosse dai soprarichiamati tribunali potrebbero essere ancora valide con riferimento a tutti gli altri casi in cui il limite all'emissione di obbligazioni sussiste ancora oggi, in base alla disciplina vigente.

³²⁹ Si vedano al riguardo, FERRI, *La legittimità dell'emissione di obbligazioni indicizzate*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, II, p. 492, CHIOMENTI, *Titoli obbligazionari c.d. "bull and bear": vere obbligazioni o titoli per operazioni di borsa*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 145; CAMPOBASSO, *Emissione di prestito obbligazionario indicizzato in linea capitale da parte di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1983, II, p. 750 ss.

Al riguardo, infatti, è indifferente nella sostanza che il limite sia stato poi accresciuto nel suo ammontare a seguito della riforma del 2003³³⁰. Ciononostante si può sostenere che, a seguito della novella del diritto societario, la legittimità di obbligazioni o di strumenti para-obbligazionari con capitale e/o interesse indicizzato nel rispetto dei limiti di cui all'art. 2412 c.c. sembrerebbe essere incontestabile. Tuttalpiù si tratterà di verificare su che basi calcolare il limite massimo all'emissione di tali strumenti. A tal proposito appare corretto ritenere che il rispetto di tali limiti debba essere valutato con riferimento al valore dell'emissione al momento dell'emissione stessa e non, quindi, alla scadenza del prestito. Pertanto, come è stato autorevolmente sostenuto, il termine di raffronto con il capitale di rischio ai sensi dell'art. 2412 c.c., deve essere necessariamente "costituito da ciò che gli azionisti versano alla società e non già da ciò che gli stessi dovranno ricevere alla scadenza"³³¹.

Tale interpretazione risulta essere confermata dal dettato normativo di cui all'art. 2412, primo comma c.c., la quale fa riferimento solamente al momento dell'emissione del prestito obbligazionario, mentre ogni successivo sbilanciamento tra indebitamento e capitale di rischio durante la vita del prestito fino alla scadenza dello stesso sembra essere disciplinato da un diverso articolo, ovvero dall'art. 2413 c.c. Non sembra potersi escludere che tale ultima norma si possa applicare a tutte le ipotesi in cui il limite risulti superato in un momento successivo rispetto a quello dell'emissione e, dunque, anche a quei casi in cui tale squilibrio sia sopravvenuto a causa dell'indicizzazione del rimborso del capitale e/o del pagamento degli interessi. Conseguentemente, in primo luogo, sarà possibile utilizzare in questo caso i rimedi previsti dall'articolo 2413, primo comma, c.c. e, pertanto, ai fini della sussistenza del divieto di procedere a riduzioni volontarie del capitale o a distribuzioni di riserve, l'ammontare delle obbligazioni ancora in circolazione dovrà essere determinato tenendo conto anche delle clausole di indicizzazione per effetto delle quali il debito sia incrementato rispetto alla data di emissione.

³³⁰ L'attuale formulazione dell'articolo 2412, primo comma, c.c. prevede che «La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite» mentre prima della riforma l'articolo 2410, primo comma, c.c. prevedeva quale limite il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato.

³³¹ CAMPOBASSO, *Emissione di prestito obbligazionario indicizzato*, cit., p. 754.

In secondo luogo, sembrerebbe corretto poter applicare anche il secondo comma della suddetta norma, così da vietare la distribuzione di dividendi anche nel caso in cui, per effetto dell'indicizzazione, il debito para-obbligazionario superi, in un momento successivo all'emissione, il limite di cui all'articolo 2412, primo comma, c.c.³³²

Laddove non si ritenesse corretto applicare l'art. 2413 c.c., in base a quanto finora esposto, l'emissione di strumenti finanziari a capitale indicizzato ai sensi dell'art. 2411, ultimo comma, c.c. dovrebbe ritenersi legittima solamente a condizione di prevedere, nel relativo regolamento, che l'indicizzazione del rimborso del capitale sia limitata fino ad un ammontare massimo corrispondente al limite imposto dall'art. 2412 c.c.

E' opportuno precisare, tuttavia, che con la riforma del 2003 il legislatore ha espressamente previsto l'emissione di strumenti finanziari obbligazionari con rimborso del capitale legato all'andamento economico della società richiamando per gli stessi tutta la disciplina prevista in tema di obbligazioni, ma al riguardo non ha in alcun modo specificato ulteriori disposizioni diverse da quanto già regolamentato per il prestito obbligazionario. Per questo motivo, sebbene entrambe le soluzioni sopra richiamate possano raggiungere lo stesso risultato (ovvero quello di garantire per tutta la durata dello strumento finanziario l'equilibrio economico-finanziario richiesto dall'articolo 2412 c.c. tra risorse proprie e indebitamento societario), appare preferibile utilizzare gli strumenti correttivi già messi a disposizione del legislatore all'interno della disciplina obbligazionaria piuttosto che prevederne di nuovi.

Infine, un ulteriore rilievo in tema di disciplina applicabile agli strumenti finanziari obbligazionari attiene all'organizzazione dei portatori di tali strumenti. In particolare, come già sottolineato, l'assenza di diritti di voto in senso stretto a causa della natura di finanziamento di tali strumenti, sembrerebbe escludere in radice l'applicabilità dell'articolo non solo dell'art. 2351, ultimo comma, c.c. ma anche dell' art. 2376, primo comma, c.c. Come ricordato nelle pagine che precedono, poiché il richiamo alla disciplina obbligazionaria ai sensi dell'articolo 2411, ultimo comma, c.c. non sembra ammettere eccezioni, appare assolutamente necessario, oltre che opportuno, rinviare agli articoli 2415 ss. c.c.

E' bene da subito precisare che tali norme organizzative, a differenza di quanto previsto per gli azionisti e per i portatori di strumenti finanziari partecipativi, non siano tese ad

³³² In questo senso GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 89 ss.; in senso analogo, seppur ante riforma, FERRI, *La legittimità dell'emissione di obbligazioni indicizzate*, cit., p. 493 ss.

esprimere una modalità di esercizio collettivo del potere-diritto di voto dei portatori di obbligazioni o di strumenti finanziari obbligazionari, ma risultino piuttosto preordinate a dirimere eventuali problemi di gestione tra la società debitrice e la pluralità degli investitori nonché a coordinare i rapporti tra questi ultimi³³³. Tradizionalmente, infatti, i prestiti obbligazionari sono operazioni in serie e di massa e, pertanto, si qualificano per essere un finanziamento effettuato da parte di un gruppo organizzato.

Le disposizioni contenute negli artt. da 2415 a 2419 c.c. mirano a creare un equilibrio tra l'esigenza di salvaguardare gli interessi della massa dei sottoscrittori e quella di assicurare alla società una libertà di azione in ordine a vicende che interessano la propria dotazione patrimoniale e lo stesso regolamento contrattuale da cui è scaturita l'emissione³³⁴. In tal modo il legislatore ha deciso di sacrificare l'iniziativa individuale dei singoli creditori a fronte di un interesse comune del quale la maggioranza assembleare e il rappresentante comune si fanno interpreti.

Seppur gli strumenti finanziari obbligazionari non debbano incorporare necessariamente il requisito della serialità, non si può certo escludere che ad essi si applichino, in ogni caso, le regole organizzative previste per gli obbligazionisti³³⁵. Pertanto, i portatori di strumenti finanziari obbligazionari potranno essere organizzati in un'apposita assemblea, secondo le regole di cui all'art. 2415 c.c. e saranno dotati di un rappresentante comune eletto dalla medesima assemblea ex art. 2417 c.c.

Verificando l'applicazione concreta dell'art. 2376 c.c., da un lato, e dell'art. 2415 c.c., dall'altro, si può facilmente riscontrare che i poteri dell'assemblea speciale, o comunque attribuibili ai portatori di strumenti finanziari partecipativi non dotati di diritti di voto, sono senz'altro più estesi di quelli attribuibili ai portatori di strumenti finanziari obbligazionari. D'altro canto però la disciplina del funzionamento e dell'organizzazione corporativa dei primi appare senz'altro più carente rispetto a quella prevista per i titolari strumenti finanziari non partecipativi.

³³³ Per un esame della normativa in tema di organizzazione degli obbligazionisti, cfr. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, 2008, p. 2 ss.; PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., p. 769-811; AUTUORI, *sub art. 2415-2420 c.c., Organizzazione degli Obbligazionisti*, in *Obbligazioni Bilancio*, a cura di NOTARI-BIANCHI, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, 2006, p. 236 ss.; pre-riforma si veda per tutti CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., p. 392 ss.

³³⁴ L'ambivalenza della previsione legislativa è ben chiarita da GALGANO, *La società per azioni*, in *Trattato Galgano*, VII, Milano, 1974, p. 361.

³³⁵ Per le obbligazioni bancarie, l'organizzazione degli obbligazionisti è prevista solamente per le obbligazioni convertibili, ai sensi dell'art. 12, quarto comma, T.U.B.

Ricordiamo infatti che ai sensi dell'art. 2376, primo comma c.c., i titolari di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi (e solo questi) devono comunque necessariamente confluire in un'assemblea speciale di categoria, mentre per i possessori di strumenti finanziari partecipativi che attribuiscono esclusivamente diritti patrimoniali non è prevista un'assemblea e, quindi, deve ritenersi che i diritti attribuiti a tale categoria possano essere modificati *in peius* solo con il consenso di tutti i titolari.

Da quanto appena descritto deriva, ancora una volta, una profonda differenza tra gli strumenti finanziari partecipativi dotati di soli diritti patrimoniali e strumenti finanziari obbligazionari (ontologicamente privi dei diritti di voto in senso stretto).

Inoltre, laddove si tratti di strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti amministrativi per i quali risulti applicabile l'art. 2376 c.c., sembra opportuno ricordare che il pregiudizio indiretto per i partecipanti all'assemblea rileva solamente ai sensi del summenzionato articolo ma non ai sensi dell'art. 2415 c.c. In questo ultimo caso, invece, il pregiudizio indiretto degrada a mero pregiudizio di fatto, pertanto le decisioni che, senza avere ad oggetto il prestito emesso in qualche misura incidono su di esso, restano in qualche modo irrilevanti per l'assemblea dei portatori di tali strumenti. La previsione di un'assemblea speciale, identica a quella degli azionisti di categoria, per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni, dotati di diritti amministrativi, si giustifica dunque in ragione delle prerogative corporative ad essi attribuiti. L'attribuzione di diritti amministrativi, in primo luogo il diritto di voto su specifici argomenti e la nomina di un membro dell'organo di gestione o di controllo, comporta senza dubbio il coinvolgimento dei portatori di tali strumenti nell'attività di gestione della società. In ragione di questa comunanza con i possessori di titoli azionari, le regole della categoria degli strumenti finanziari partecipativi sono analoghe a quelle delle azioni speciali.

Volendo brevemente analizzare il contenuto dei poteri attribuiti all'assemblea dei portatori di strumenti finanziari obbligazionari, ricalcando pedissequamente quanto previsto dall'art. 2415 c.c. per l'assemblea degli obbligazionisti, si può notare come quest'ultima deliberi, tra l'altro, sulle modifiche del regolamento del prestito e sulle altre materie di interesse comune. Al riguardo però è controverso se la società possa modificare ogni condizione del prestito con il consenso della sola maggioranza degli obbligazionisti, ovvero, in questo caso, dei portatori di strumenti finanziari obbligazionari.

Nel vigore del codice civile del 1942, secondo un'interpretazione più risalente, le condizioni essenziali del prestito sono inaccessibili alla sola maggioranza che, invece, potrebbe deliberare mutamenti delle modalità accessorie³³⁶.

Impostazioni più recenti³³⁷, invece, rinunciano a tale distinzione, rilevando piuttosto che il potere dispositivo dell'assemblea degli obbligazionisti è circoscritto alla necessità di assicurare la parità di trattamento ed è limitato dalla sussistenza di una ragione obiettiva e non arbitraria della modificazione proposta dai soci³³⁸.

Personalmente ritengo condivisibile la tesi di chi vede nella regola della maggioranza un baluardo della tutela "di gruppo", in special modo, dei soci di minoranza³³⁹ e, nel caso di specie, anche dei creditori (portatori di strumenti finanziari obbligazionari) di minoranza, a fronte dell'esiguo potere contrattuale del singolo (a meno che non si tratti di un creditore "forte" che quindi, come tale, prevaricherebbe qualsiasi posizione individuale più debole). Laddove i portatori di strumenti finanziari non fossero tutelati mediante un'organizzazione di categoria si troverebbero d'altronde alla mercé della volontà dei singoli e, conseguentemente, a quella dei soci di maggioranza.

Il principio maggioritario tuttavia si giustifica solamente se e in quanto esso operi in presenza di una omogeneità di interessi fra i votanti, giacché non avrebbe senso parlare di trattativa individualizzata in presenza di strumenti obbligazionari o obbligazioni aventi natura e contenuto identico.

D'altro canto solo in questo caso la decisione maggioritaria produce lo stesso effetto per tutti i votanti, per cui rispetto ad essa esiste un rapporto di strumentalità fra gli interessi dei votanti e dunque un loro interesse comune, che giustifica la soggezione della minoranza dissenziente alla volontà maggioritaria³⁴⁰.

Se ciò appare sicuramente vero, passando alla verifica pratica delle deliberazioni in concreto attribuibili all'assemblea degli obbligazionisti, non appare corretto ritenere che l'assemblea degli obbligazionisti possa spingersi fino ad alterare i "dati tipizzanti in via

³³⁶ Cfr. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, in *Società*, 1991, p. 320 ss.; COLUSSI, *Voce Obbligazioni di società*, in *Enc. Giur.*, XXI, Roma, 1990, p.1 ss.; GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963, p. 425.

³³⁷ Cfr. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., p. 497 ss.; FERRI, *Le società*, cit., p. 534 ss.

³³⁸ Cfr. STAGNO D'ALCONTRES, voce *Obbligazioni di società*, in *Enc. Dir.*, Agg. VI, Milano, 2002, p. 835.

³³⁹ In questo senso SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984, in particolare 300 ss.; GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione - Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007, p. 204 ss.; FERRI, *Le società*, cit., p. 534 ss.

³⁴⁰ In questo senso SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Il Fallimento* 9/2009, p. 1066.

generale la fattispecie del prestito obbligazionario³⁴¹, così come è opinione prevalente che questa non possa deliberare la trasformazione delle obbligazioni ordinarie in obbligazioni convertibili³⁴² o sopprimere il diritto alla conversione previsto nel regolamento³⁴³. Similmente è convinzione diffusa che l'assemblea degli obbligazionisti non possa rinunciare, neppure in parte, alla restituzione del capitale³⁴⁴. Taluni Autori al massimo arrivano a sostenere che, al ricorrere di esigenze obiettive dell'emittente, l'assemblea dei portatori di strumenti finanziari obbligazionari possa deliberare la rinuncia a parte della somma promessa in restituzione³⁴⁵. L'assemblea degli obbligazionisti potrebbe invece deliberare a maggioranza qualificata sulla proroga della durata del prestito o sulla possibilità di rimborso anticipato, circa la riduzione delle garanzie o al fine di ridurre il tasso d'interesse previsto dal regolamento³⁴⁶.

Analoghe cautele dovrebbero quindi porsi anche con riferimento all'assemblea dei portatori di strumenti finanziari partecipativi. La maggioranza dei commentatori ritiene che, in linea di continuità con l'orientamento antecedente alla riforma, le caratteristiche strutturali dell'emissione costituiscano il limite invalicabile della regola maggioritaria, escludendo così da tale regola la possibilità di modificare il criterio dell'indicizzazione del rendimento degli strumenti finanziari obbligazionari o di introdurre clausole di postergazione, poiché ciò snaturerebbe i caratteri e le finalità dell'operazione come inizialmente concepita³⁴⁷. Tuttavia il regolamento dello strumento finanziario potrebbe individuare taluni aspetti che non possono essere modificati dall'assemblea nel rispetto

³⁴¹ Così CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., p. 497. *Contra* FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di ANGELICI-FERRI, XIII ed, Torino, 2010, p. 484.

³⁴² Cfr. Trib. Saluzzo, 14 aprile 2001 in *Giur. comm.*, 2001, II, p. 623 ss. e in *Società*, 2001, p. 1367 ss.; poiché in tal modo l'assemblea realizzerebbe una trasformazione sostanziale del rapporto sottostante da rapporto di mutuo a rapporto associativo, ledendo inoltre il diritto di opzione attribuito agli obbligazionisti.

³⁴³ Nel senso che soppressione della convertibilità debba essere decisa da tutti gli obbligazionisti, cfr. App. Firenze, 13 agosto 1993, in *Società*, 1994, p. 615 ss. e in *Nuova giur. comm.*, 1994, I, p. 851 ss.

³⁴⁴ Cfr. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., p. 497 ss., FRE-CAVALLO BORGIA, in *Società per azioni, Delle obbligazioni*, in Commentario cod. civ., a cura di SCIALOJA-BRANCA, Bologna-Roma, 2000, p. 73 ss., *contra* FERRI, *Le società*, cit., p. 534 ss. nel senso che l'assemblea degli obbligazionisti può assumere decisioni che mutano anche sostanzialmente gli originari termini del rapporto purché si assista a un interesse "metaindividuale" del gruppo.

³⁴⁵ AUTUORI, *sub. art. 2415-2420 c.c.*, in *Obbligazioni. Bilancio* cit., p. 203 ss.

³⁴⁶ Alcuni ammettono solo una riduzione temporanea del tasso di interesse, cfr. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., p. 497 ss.; altri invece sostengono sia possibile anche una riduzione definitiva, cfr. App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, p. 196, limitatamente a quelli non ancora esigibili.

³⁴⁷ COTTINO, *Diritto societario*, II ed., Milano, 2011, p. 467 ss.; GIANNELLI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 165 ss.; LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, cit., p. 344 in cui l'Autore richiede il consenso individuale quando si tratta di modificare le caratteristiche tipologiche del prestito, tra cui il rimborso.

dei limiti di cui all'art. 2415 c.c. D'altro canto lo stesso regolamento potrebbe anche conferire all'assemblea il potere di deliberare modificazioni delle condizioni del prestito rimettendole alla maggioranza. Milita in tal senso la circostanza che una simile previsione sarebbe inserita nel regolamento dell'emissione e, come tale, sarebbe stata preventivamente individualmente accettata da ciascun sottoscrittore al momento della sottoscrizione. Tuttavia la validità della modifica a maggioranza delle condizioni del prestito anche in tali casi, dovrebbe essere comunque improntata sul principio della parità di trattamento e sorretta da un concreto interesse dei portatori degli strumenti finanziari e non solo dell'emittente³⁴⁸.

4. Strumenti finanziari obbligazionari e diritti organizzativi. Segue. Sulla proposta di concordato.

Alcune interessanti considerazioni sul principio di maggioranza ricordato nel precedente paragrafo meritano di essere esaminate in relazione alle decisioni di cui all'art. 2415, n. 3, c.c., ovvero sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato.

Più in generale occorrerebbe preliminarmente riflettere sul ruolo e sulla partecipazione dei portatori di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie dal momento che, proprio in tali procedure, hanno trovato maggiore diffusione. A commento della nuova disciplina delle procedure di composizione delle crisi d'impresa, è opinione diffusa in dottrina che, con riguardo alle posizioni che in esse possono assumere i creditori, le predette posizioni si inquadrino all'interno di "un procedimento che conduce, con l'approvazione della proposta e l'omologazione definitiva, a una sorta di "transazione collettiva" fra tutti i soggetti interessati"³⁴⁹.

³⁴⁸ Significativo in questo senso potrebbe essere la previsione della regola della maggioranza qualificata non solo per l'approvazione del concordato preventivo, come già previsto dall'art. 2415 c.c., ma anche per quanto riguarda gli accordi di ristrutturazione del debito, magari prevedendo la conversione di tali strumenti in strumenti finanziari propriamente partecipativi, ovvero in strumenti di *equity*. In questo senso cfr. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, I, p. 57 ss.

³⁴⁹ Così GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi dei creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società*, in *Dir. fall*, 2010, p. 708 ss.

È necessario tuttavia operare alcune distinzioni tra le procedure *de quo*, poiché la composizione degli interessi coinvolti e, a monte, le modalità di coinvolgimento degli stessi, dipendono dalla causa della crisi, dallo stadio di questa e dal grado di governabilità del suo approdo³⁵⁰. In questo senso gli interessi toccati e le prospettive di intervento possono essere molto diversi a seconda che la crisi sia reversibile o meno, piuttosto che se essa derivi da una situazione di declino industriale o sofferenze di tipo economico-finanziario.

Per ciò che concerne gli strumenti finanziari para-obbligazionari, scorrendo la legge fallimentare, la menzione di tali strumenti è invero limitata a poche norme: due in tema di fallimento (gli art. 58³⁵¹ e 93 l. fall.³⁵²) e quattro in materia di concordati. Di queste ultime, due appaiono di identico tenore (gli artt. 124, comma 2, lett. c) e 160, comma 1, lett. a) l. fall.) e guardano all'oggetto delle proposte di concordato fallimentare o preventivo disponendo che le stesse possano prevedere la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione di beni, acollo o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate di azioni, quote ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito. Le altre due disposizioni, l'art. 125, comma 3, e l'art. 171, comma 4, l. fall., hanno, invece, una ricaduta essenzialmente procedimentale. A tali norme si aggiungono poi quelle previste all'interno del codice civile, ovvero l'art. 2415, primo comma, n. 3 e l'art. 2418, secondo comma (entrambe applicabili mediante il richiamo operato dall'art. 2411, ultimo comma, c.c.), il quale ha sostanzialmente contenuto analogo a quello dell'art. 93 l. fall. precedentemente ricordato.

Si possono quindi notare delle profonde interazioni tra la disciplina fallimentare e le regole di funzionamento dell'assemblea degli obbligazionisti. In questo senso si può

³⁵⁰ Così VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari dei portatori di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 53.

³⁵¹ Tale articolo ha ad oggetto la posizione sostanziale degli obbligazionisti nel concorso e prevede che i crediti derivanti da obbligazioni e da altri titoli di debito siano ammessi al passivo per il loro valore nominale detratti i rimborsi già effettuati.

³⁵² Il citato articolo ha natura processuale, prevedendo che la presentazione della domanda di ammissione al passivo possa essere presentata dal rappresentate comune degli obbligazionisti anche per i singoli gruppi di creditori.

assistere ad un adattamento della disciplina della legittimazione al voto dell'assemblea degli obbligazionisti alle peculiarità proprie delle procedure concorsuali³⁵³.

È senz'altro vero, infatti, che la formazione della volontà del ceto obbligazionario avviene secondo le regole di funzionamento dell'organizzazione comune e non secondo quelle della procedura concorsuale nell'ambito della quale la proposta oggetto del voto è formulata, ma è altrettanto vero che, data la prospettiva funzionale e la rilevanza delle finalità del voto, le prime non possono rimanere insensibili alla selezione degli interessi coinvolti delle seconde.

In questa direzione sembrano muoversi gli articoli 125 e 171 l. fall., i quali prevedono rispettivamente che, nel caso del concordato fallimentare, la proposta vada comunicata agli organi che hanno il potere di convocare le relative assemblee³⁵⁴ affinché queste possano esprimere il proprio dissenso e che, nel concordato preventivo, il termine previsto per l'adunanza dei creditori debba essere raddoppiato, onde consentire che l'assemblea degli obbligazionisti si esprima sulla proposta di concordato ai sensi dell'art. 2415, primo comma, n. 3 c.c.

Volendo riportare un esempio di influenza reciproca tra regole appartenenti ad ambiti diversi, si può notare come, se la società ha emesso obbligazioni garantite (o paradossalmente strumenti finanziari para-obbligazionari³⁵⁵) ai sensi dell'art. 2412, comma 3, c.c. (ossia garantiti da ipoteca di primo grado su immobili della società), appare logico ritenere che – laddove i relativi portatori non siano interessati dal concordato poiché il loro pagamento integrale risulta già essere garantito – l'ammontare di tali strumenti non dovrà essere computato né nella definizione dell'ammontare del prestito né ai fini del calcolo dei *quorum* di funzionamento dell'assemblea. D'altro canto, invece, qualora si tratti invece di una soluzione che preveda una rimodulazione e un pagamento non integrale anche degli obbligazionisti privilegiati, in questo caso anch'essi dovranno votare secondo le regole della loro organizzazione di gruppo e rileverà ai fini del computo dei *quorum* necessari per la relativa procedura.

³⁵³ Cfr. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari dei portatori di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, cit., p. 60 ss.

³⁵⁴ Ai sensi dell'art. 2415, secondo comma, c.c. il riferimento è agli amministratori o ai liquidatori.

³⁵⁵ Tale possibilità, seppur non vietata dall'ordinamento, non sembra di probabile realizzo, poiché normalmente gli strumenti finanziari obbligazionari, poiché legati all'andamento economico della società, risultano essere subordinati rispetto a agli creditori della stessa.

Nel caso di specie, muovendo dalla lettera dell'art. 2415, primo comma, n. 3, c.c., la dottrina ha ribadito gli orientamenti interpretativi già formati sotto il previgente ordinamento³⁵⁶, secondo i quali ogni emissione di obbligazioni con differenti caratteristiche dà origine ad una diversa organizzazione, che poi verrà trattata ai fini dell'approvazione e omologazione della proposta alla stregua di un'unica posizione creditoria complessiva³⁵⁷.

Tuttavia, come è stato evidenziato da autorevole dottrina, il principio maggioritario, che regge la votazione dei creditori sulla proposta di concordato, è giustificabile nella prospettiva giusprivatistica che caratterizza la nuova disciplina del concordato nella misura in cui esso operi in presenza di una omogeneità di interessi fra i votanti. Solamente in questo caso, infatti, «la decisione maggioritaria produce lo stesso effetto per tutti i votanti, per cui rispetto ad essa esiste un rapporto di strumentalità fra gli interessi dei votanti e dunque un loro interesse comune, che giustifica la soggezione della minoranza dissenziente alla volontà maggioritaria»³⁵⁸.

In questo senso il principale strumento preventivo³⁵⁹ offerto dal legislatore per assicurare l'omogeneità fra gli interessi dei votanti, e fronteggiare così i pericoli dovuti a possibili conflitti di interessi, è essenzialmente quello di assicurare, in presenza di elementi di significativa eterogeneità fra interessi tipici dei votanti, la creazione di sottocategorie fra gli stessi, ciascuna caratterizzata dall'omogeneità interna fra interessi tipici di tutti coloro che appartengono alla sottocategoria, con la previsione di distinte maggioranze per tutte le sottocategorie.

Per quanto di competenza ai fini di questo lavoro credo sia opportuno soffermarsi sulla differente posizione degli obbligazionisti, per così dire, ordinari, da un lato, e i portatori di strumenti finanziari non partecipativi, ovvero di tipo para-obbligazionario, dall'altro. Infatti una proposta di concordato preventivo o di accordo di ristrutturazione che preveda un pagamento parziale anche dei creditori il cui rimborso del capitale risulti

³⁵⁶ Si veda per tutti, CAVALLO-BORGIA, *Della società per azioni, IV, Delle obbligazioni. Art. 2410-2420-ter*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di GALGANO, Bologna, 2005, 156 ss.

³⁵⁷ Così GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi dei creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società*, cit., p. 712.

³⁵⁸ Così SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, cit., p. 1067.

³⁵⁹ Mi riferisco a quegli strumenti che prevengono eventuali disfunzioni e abusi del sistema per distinguerli da quelli correttivi che invece si pongono successivamente al verificarsi di un evento non legittimato dall'ordinamento, come il potere di opposizione e il conseguente controllo giudiziario.

legato all'andamento economico della società potrebbe comportare delle conseguenze di non poco momento laddove fossero considerati come un'unica classe di creditori.

Fermo restando che la stessa possibilità di un pagamento parziale dei portatori di strumenti finanziari para-obbligazionari subordinati³⁶⁰ è stata messa fortemente in discussione (dal momento che questa potrebbe legittimamente verificarsi solamente laddove siano soddisfatti per l'intero gli altri creditori – anche chirografi – e quindi solamente a valere sul residuo³⁶¹), in ogni caso la loro posizione, poiché subordinata anche rispetto ai creditori chirografari, non potrebbe essere equiparata a questi ultimi in sede concordataria poiché tali soggetti si troverebbero naturalmente in conflitto d'interessi. Se i titolari di strumenti finanziari obbligazionari subordinati si trovassero sostanzialmente a concorrere con i chirografari finirebbero col partecipare ad una ripartizione alla quale in realtà dovrebbero accedere solamente in un secondo momento, in via residuale. Laddove quindi venga legittimata una loro partecipazione al voto ai fini dell'approvazione del concordato, la stessa dovrebbe essere trattata in modo diverso da quella dei creditori obbligazionari per così dire “ordinari”, poiché portatori di interessi diversi. I creditori “sottochirografari” non potrebbero avanzare alcuna pretesa su un attivo incapiente e, quindi, per un verso, essi possono dirsi disinteressati rispetto alla concreta sistemazione del patrimonio incapiente, ma per altro verso, sarebbero naturalmente interessati a ricevere qualcosa che altrimenti non avrebbero: con il risultato che una loro partecipazione equiparata a quella dei creditori chirografari finirebbe con inquinare le relative maggioranze. Pertanto i summenzionati creditori dovrebbero essere divisi in classi distinte che riflettano ed esprimano il trattamento economico e giuridico ad essi riservato³⁶².

³⁶⁰ Occorre precisare che non appare illegittima l'emissione di strumenti finanziari obbligazionari garantiti o privilegiati, tuttavia normalmente tali titoli sono subordinati rispetto agli altri creditori obbligazionari (laddove esistenti) poiché la correlazione rispetto all'andamento economico della società e il conseguente rischio economico da essi sopportato (compensato di prassi da una maggiore retribuzione economica) risulterebbe svuotata di contenuto se tali titoli fossero privilegiati rispetto ad altri creditori.

³⁶¹ Cfr. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari dei portatori di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, cit., p. 73 ss.

³⁶² Sul dibattito circa l'obbligatorietà o meno della ripartizione in classi del ceto creditorio in generale, seppur non con specifico riguardo agli strumenti finanziari obbligazionari, si rinvia a SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, cit., p. 1067 ss.; FABIANI, *Brevi riflessioni su omogeneità degli interessi ed obbligatorietà delle classi nei concordati*, in *Il Fallimento*, 2009, p. 440 ss.; con riferimento agli strumenti finanziari obbligazionari cfr. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari dei portatori di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, cit., p. 80 ss. In giurisprudenza, seppur non con specifico riferimento agli strumenti finanziari non partecipativi ma ai crediti da finanziamenti soci, cfr. Cass., 4 febbraio 2009, n. 2709, in *Il Fallimento*, 2009, p. 798 ss., la quale dopo aver rilevato che l'assetto normativo non consenta di ritenere che i soci finanziatori ex art. 2467 c.c. siano

L'istituto delle classi appare quindi centrale nel nuovo concordato e su di esso si può dire si gioca il successo o l'insuccesso della stessa procedura. Tuttavia se non utilizzate correttamente, le classi (e con esse il principio maggioritario) rischiano di premiare comportamenti opportunistici a vantaggio dei creditori forti e a danno di quelli deboli. Al contrario un utilizzo adeguato dello strumento delle classi risulta fondamentale per garantire l'omogeneità fra gli interessi tipici dei creditori votanti e, conseguentemente, per giustificare la soggezione della minoranza dissenziente al volere maggioranza. A tale riguardo diviene quindi centrale il controllo del tribunale sulla correttezza dei criteri di formazione delle classi, espressamente previsto dagli artt. 125, terzo comma, e 163, primo comma l. fall., controllo che, ai sensi degli artt. 124, secondo comma, lett. a) e 160, primo comma, lett. c) l. fall., riguarda l'omogeneità sia della posizione giuridica che degli interessi economici dei creditori coinvolti. Pertanto questo controllo dovrebbe essere particolarmente approfondito di modo che nell'ambito dello stesso venga sindacata non solo la moltiplicazione artificiosa delle classi, ma anche la mancata creazione delle stesse³⁶³.

portatori di interessi omogenei rispetto ai terzi creditori, ha stabilito che «in tema di suddivisioni in classi nell'ambito della domanda d'ammissione del debitore alla procedura di concordato preventivo, i creditori di rimborso dei soci per finanziamenti alla società (...) non possono essere inseriti in un piano di cui facciano parte anche i creditori chirografari, violando tale collocazione la necessaria omogeneità degli interessi economici alla cui stregua ex art. 160, primo comma, lett. c), l. fall., vanno formate le classi» e da ultimo Trib. Terni, 26 aprile 2012 in *Il Caso.it*, I, p. 7316 ss. Pertanto a prescindere dalla diversità della situazione da cui si origina la postergazione legale rispetto a quella volontaria, pare che le motivazioni adottate nelle statuizioni giudiziali richiamate possano essere applicabili anche con riferimento alla fattispecie esaminata in questo lavoro.

³⁶³ In questo senso SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, cit., p. 1068 ss.; ID. *Concordato preventivo, conflitti di interessi fra creditori e sindacato dell'autorità giudiziaria*, in *Il Fallimento*, 1/2009, p. 30 ss.; ID., *Il controllo giudiziario sul concordato preventivo*, in *Studi in onore di Vittorio Colesanti*, vol. II, Napoli, 2009, 1129 ss.; GALLETTI, *Sub art. 160*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, diretto da JORIO e coordinato da FABIANI, vol. II, Bologna, 2007, p. 285 s.; PRESTI, *Rigore è quando arbitro fischia?*, in *Il Fallimento*, 1/2009, p. 29; FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009, ID., *Diritto e processo a confronto sul nuovo fallimento e lo spettro dei conflitti di classe*, in *Il Fallimento*, 2008, p. 8., ID. *Brevi riflessioni su omogeneità degli interessi ed obbligatorietà delle classi nei concordati*, cit., p. 440, nota 15, e 443, nota 33; ID., *La ricerca di una tutela per i creditori di minoranza nel concordato fallimentare e preventivo*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 298 ss. In giurisprudenza con riferimento all'ampiezza del controllo di legalità sostanziale del concordato in sede di omologa, si veda da ultimo Trib. Terni, 26 aprile 2012, in *Il Caso.it*, p. 7316 ss. in base alla quale il sindacato del tribunale in sede di omologazione del concordato preventivo «in difetto di opposizione da parte dei creditori appartenenti ad una classe dissenziente, non può avere ad oggetto la fattibilità e la convenienza del piano, ma ciò non relega detta verifica ad un mero controllo formale, poiché la stessa è preordinata a riscontrare che i creditori siano stati posti in condizione di prestare il loro consenso con cognizione di causa e che lo stesso non sia viziato da una falsa rappresentazione della realtà, ferma l'impossibilità di effettuare accertamenti in ordine alla veridicità dei dati aziendali», per maggiori approfondimenti sulla summenzionata sentenza si rimanda al commento di SALVATO, *Osservazioni*, in *Il Fallimento*, 2012, p. 447 ss.

Il tema dell'ampiezza del controllo del tribunale nei concordati risulta essere strettamente collegato a quello dell'opposizione da parte dei creditori, dal momento che: “(i) se non sono state presentate opposizioni il controllo omologatorio del giudice assumerà i caratteri del mero controllo di legittimità formale, volto a riscontrare la completa e corretta informazione dei creditori sollecitati e [...] la piena regolarità del procedimento di formazione, (ii) laddove si tratti di un concordato per classi l'eventuale opposizione anche di uno dei creditori di una classe dissenziente provocherà il controllo di legalità sostanziale sulla ragionevolezza del trattamento proposto [...] e (iii) [...] nell'ipotesi di mancata formazione delle classi, l'opposizione sia presentata dai creditori dissenzienti che rappresentino il venti per cento dei crediti ammessi al voto³⁶⁴ e che intendano contestare così la convenienza della proposta: il tribunale potrà omologare il concordato solo qualora ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili (art. 180 l. fall.); (iv) [...] anche qualora non siano state formate delle classi, le motivazioni deducibili con l'opposizione dai creditori dissenzienti o di altri interessati potrebbero sollecitare il controllo del tribunale sulla correttezza del procedimento deliberativo e segnatamente sulla correttezza con cui sia stato esercitato nel caso concreto il potere decisionale attribuito alla maggioranza capitalistica”³⁶⁵.

Se quindi è senz'altro vero che lo strumento della maggioranza rappresenta un momento di aggregazione capace di tutelare gli interessi dei soci e della società in modo da consentire alla stessa di rinegoziare le condizioni del prestito senza dover cercare il consenso individuale dei singoli creditori, ma allo stesso tempo anche in grado di proteggere in modo più unitario e incisivo le posizioni individuali dei creditori che se singolarmente considerate avrebbero un minore potere contrattuale³⁶⁶, è altrettanto vero che, proprio quale strumento di tutela comune di posizioni individuali, la posizione di ciascun obbligazionista non può per questo (ossia a causa dell'appartenenza al gruppo) risultare indebolita nella possibilità di contestazione e opposizione.

³⁶⁴ La legittimazione in capo alla minoranza qualifica citata è stata introdotta nell'art. 180 l. fall. dal d.l. 22 giugno 2012, n. 83 convertito in legge 7 agosto 2012 n. 134 (c.d. Decreto Sviluppo), cfr. PIAZZOLA, *Le nuove regole sul voto nel concordato preventivo*, in *Il Fallimento*, 2013, p. 552 ss.)

³⁶⁵ Così VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari dei portatori di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, cit., p. 67 il quale a sua volta cita GUERRERA, *Le soluzioni concordatarie*, in AA. VV., *Diritto fallimentare (Manuale Breve)*, Milano, 2008, p. 133.

³⁶⁶ In questo senso cfr. dopo la riforma AUTUORI, *sub. art. 2415-2420 c.c.*, in *Obbligazioni. Bilancio* cit., p. 205; BRANCADORO, *Art. 2415 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES, II, Napoli, 2004, p. 949.

Tale impostazione inoltre risulta essere in linea con quanto previsto dall'art. 2419 c.c., laddove ciascun obbligazionista o portatore di strumento para-obbligazionario potrà sempre far valere i propri diritti salvo che queste siano incompatibili con le deliberazioni dell'assemblea previste dall'articolo 2415 c.c.³⁶⁷

In estrema sintesi quindi si può affermare che il trattamento collettivo di posizioni individuali omogenee in ragione e nei limiti del loro comune legame d'origine non equivale anche a comprimere gli strumenti di difesa del diritto di credito individuale attribuibile a ciascun creditore in un procedimento di riorganizzazione aziendale e societaria, seppur condiviso e negoziato all'interno di una maggioranza.

Infine, spostando completamente l'attenzione sul piano procedimentale, appare doveroso muovere alcune riflessioni circa il valore numerico per il quale i portatori di strumenti finanziari obbligazionari, siano essi chirografari o subordinati, dovrebbero essere ammessi al passivo e partecipare al voto. A differenza di quanto chiarito nelle pagine che precedono con riferimento all'applicazione dei limiti quantitativi all'emissione *ex art. 2412*, primo comma, c.c.³⁶⁸, si può affermare che in sede di redazione del piano concordatario o di ristrutturazione, il momento da considerare ai fini del calcolo del valore nominale dei titoli – valore posto anche alla base del computo dei relativi voti (nei limiti di quanto sopra affermato) – sia non già quello dell'emissione degli strumenti finanziari obbligazionari, bensì quello risultante al momento della redazione del piano di composizione della crisi (liquidatorio o di risanamento, concordatario o *ex art. 182-bis l. fall.*). Prendendo in considerazione il momento dell'emissione, infatti, il valore del credito ai fini del calcolo del passivo da soddisfare – e dei rispettivi diritti di voto ai fini della relativa procedura – sarebbe il valore originario del credito, non tenendo così conto del valore reale di tali titoli al momento dell'avvio della procedura (derivante dalla clausola di correlazione del rimborso all'andamento economico della società) che sarà necessariamente minore rispetto al valore del titolo al momento dell'emissione, poiché avrà risentito delle perdite accumulate dalla società fino al momento del dissesto. D'altro canto è proprio quella la situazione alla quale in concreto occorre far riferimento nel momento in cui si pone in votazione la domanda di

³⁶⁷ Sui rapporti tra competenze dell'assemblea degli obbligazionisti e diritti del singolo, cfr. CLARIZIA, *Le obbligazioni nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da RESCIGNO, II, Torino, 1985, p. 638; CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., p. 495 ss.; BRANCADORO, *Art. 2415 c.c.*, cit., p. 959 ss.

³⁶⁸ Si rimanda, *supra*, in questo capitolo, §3.

concordato o sulla base della quale si tratta la ristrutturazione ai sensi dell'art. 182-*bis* l. fall.

Allo stesso modo, in tema di concordato fallimentare, analogamente a quanto previsto in tema di associazione in partecipazione, il valore del credito dei titolari di strumenti finanziari non partecipativi computati nel passivo fallimentare sarà rappresentato dall'entità dell'apporto non ancora assorbito dalle perdite al momento dell'eventuale proposta di concordato, *ex art. 77 l. fall.*³⁶⁹.

5. Diritti patrimoniali: modalità di indicizzazione del rimborso del capitale

Parimenti a quanto esaminato in tema di strumenti finanziari partecipativi, è necessario muovere alcune considerazioni sui diritti patrimoniali attribuibili agli strumenti finanziari obbligazionari di cui al terzo comma dell'art. 2411 c.c., al fine di operare un confronto, da un lato, con gli strumenti finanziari di cui al 2346, ultimo comma, c.c. e, dall'altro, con le obbligazioni di cui al secondo comma dell'art. 2411 c.c. (nonché con le “nuove” obbligazioni partecipative previste dal Decreto Sviluppo, nei termini descritti nel successivo capitolo).

In primo luogo si tratta di verificare in che modo sia realizzabile l'interconnessione tra rimborso e andamento economico della società, nonché i parametri idonei ad esprimere tale rapporto.

Preliminarmente si può osservare come, ai sensi dell'art. 2411, terzo comma, c.c., la dipendenza, o meglio il “condizionamento”, dall'andamento economico, può riguardare tanto i tempi quanto l'entità del pagamento dovuto dalla società emittente a titolo di rimborso del prestito.

Il regolamento dello strumento può quindi circoscrivere l'impatto dell'andamento economico all'uno o all'altro profilo appena ricordato, oppure riguardare entrambi.

Le modalità con cui quantificare tale condizionamento non sono tuttavia specificate dalla norma in esame, a differenza di quanto indicato dall'art. 2411, secondo comma,

³⁶⁹ In tal senso cfr. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari dei portatori di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, cit., p. 82.

c.c. in tema di obbligazioni c.d. “indicizzate”, per le quali è previsto che i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi, anche relativi all'andamento economico della società.

È da ritenersi, tuttavia, che la stessa precisazione debba applicarsi anche con riferimento agli strumenti finanziari obbligazionari³⁷⁰.

Seppur nel silenzio della norma sembrerebbero invece precluse ipotesi di indicizzazione del capitale del prestito obbligazionario che dipendano da parametri non attinenti alla situazione patrimoniale, finanziaria o reddituale della società emittente.

Il parametro prescelto, infatti, non può certamente dipendere da scelte discrezionali della società emittente, o comunque dalla mera volontà del debitore, scelte mediante le quali venga stabilita dal debitore l'entità della prestazione dovuta nei confronti del creditore, a proprio piacimento e in misura non verificabile sulla base di parametri oggettivi.

Facendo riferimento esclusivamente all'andamento economico della società, l'ulteriore riferimento esplicito a parametri oggettivi sarebbe stato meramente tautologico, mentre lo stesso non può dirsi con riguardo alle obbligazioni di cui all'art. 2411, secondo comma, c.c. Infatti, fermo restando quanto appena considerato, le due disposizioni (secondo e terzo comma dell'articolo 2411 c.c.) non appaiono del tutto speculari. Come si è già avuto modo di sottolineare³⁷¹, nel secondo comma si fa riferimento a parametri di indicizzazione “anche”, ma non solo, relativi all'andamento economico della società, mentre il terzo comma menziona in via esclusiva l'andamento economico della società, quale unico (almeno così sembrerebbe) parametro idoneo a condizionare il rimborso del capitale.³⁷² Se ne desume quindi che l'indicizzazione degli interessi, ma non quella del capitale può dipendere da parametri estranei alla società emittente, purché comunque oggettivi³⁷³.

³⁷⁰ In questo senso, CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., p. 321; GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 92.

³⁷¹ Si veda *supra*, in questo capitolo, §1.

³⁷² Per ulteriori considerazioni si veda, *supra*, Cap. V, §1.

³⁷³ Tra le obbligazioni con rimborso indicizzato a parametri esterni, seppur oggettivi, più frequenti nella prassi internazionale meritano di essere segnalati i c.d. *credit linked* e i *reverse convertible*. I primi sono i titoli il cui rimborso del capitale risulti, in tutto o in parte, risolutamente condizionato al verificarsi o meno di uno o più eventi economici connessi alla solvibilità o al merito creditizio, di un soggetto terzo rispetto all'emittente dei titoli medesimi. Quanto invece ai titoli c.d. *reverse convertible*, si tratta di strumenti di raccolta emessi da banche che prevedono la corresponsione di un tasso di interesse fisso e incorporano un'opzione a favore dell'emittente che dà la facoltà a questo di rimborsare alla scadenza il

D'altra parte, affinché gli strumenti in esame siano qualificabili come strumenti di raccolta del risparmio ai sensi dell'art. 1, secondo comma, della Deliberazione CICR del 19 luglio 2005, la natura oggettiva dei parametri di riferimento è richiesta non solo per la determinazione degli interessi ma anche per il rimborso del capitale³⁷⁴.

In dottrina ci si è domandati se fosse possibile considerare i dividendi della società dei parametri oggettivi a cui condizionare il rimborso del capitale ai portatori di strumenti finanziari obbligazionari, tuttavia tale possibilità appare di dubbia ammissibilità considerata la libertà dell'assemblea di decidere – fino al limite dell'abuso – della loro eventuale assegnazione. Da qui anche, ma non solamente per tali ragioni, l'esclusione, da parte di alcuna dottrina³⁷⁵, di tale parametro tra quelli consentiti ai sensi dell'art. 2411, secondo e terzo comma, c.c.

Ad ogni modo la possibilità di condizionare il rimborso del capitale mediante una partecipazione agli utili dell'impresa non appare legittima sotto ulteriori profili³⁷⁶.

Attribuire infatti una partecipazione diretta agli utili ai portatori di strumenti finanziari obbligazionari, ossia a soggetti diversi dai soci, comporterebbe una conseguente compressione dei diritti dei soci, ipotesi che a seguito della riforma del 2003 è da

capitale mediante la consegna fisica di un predefinito numero di azioni di un'altra società terza rispetto alla banca emittente.

³⁷⁴ Tale articolo recita che «tempi e l'entità del rimborso possono essere condizionati da clausole di postergazione o dipendere da parametri oggettivi, compresi quelli rapportati all'andamento economico dell'impresa o dell'affare in relazione ai quali i fondi sono stati acquisiti».

³⁷⁵ Cfr. GIANNELLI, *Sub art. 2411c.c.*, cit., p. 50 ss.; LUONI, *Obbligazioni*, cit., p. 31 ss.; implicitamente ma per ragioni diverse dal carattere oggettivo o meno di tale parametro, FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, cit., p. 703; FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 817 ss., il quale però circoscrive gli indicatori all'utile di esercizio e non anche all'utile di bilancio della società. *Contra*, CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., p. 323 ss.

³⁷⁶ Invero, seppur non con riferimento agli strumenti finanziari obbligazionari i quali non erano espressamente stati ancora codificati dalla legislatore, sono state considerate ammissibili da parte della dottrina prima della riforma del 2003 le obbligazioni cd. "partecipanti" o "partecipative". Tali obbligazioni prevedrebbero in luogo di un interesse fisso o in aggiunta a questo, una remunerazione commisurata, in tutto o in parte, agli utili della società emittente. Appariva tuttavia controversa la qualificazione del rapporto sostanziale, quale mutuo parziario ovvero associazione in partecipazione senza sopportazione delle perdite. Cfr. MIGNOLI, *La "partecipazione agli utili" nelle società di capitali*, Milano, 1966, p. 174 ss.; CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., p. 424 ss.; BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir., comm.*, 1988, p. 261 ss. A seguito della riforma del diritto societario del 2003, in base al nuovo inquadramento sistematico di tali strumenti offerto dalla stessa, gli orientamenti ora richiamati sembrano essere stati abbandonati dalla dottrina. Si veda tuttavia CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., p. 327 ss., in cui l'A. sembra invece l'impostazione esistente pre-riforma, affermando che «in definitiva non sembrano esservi ragioni ostative ad indicizzare almeno gli interessi all'andamento economico dell'impresa, espresso in specie dagli utili da questa prodotti», *ivi*, p. 329.

ritenersi legittima solamente con riferimento ai portatori di strumenti finanziari partecipativi (ex art. 2346, sesto comma, c.c.)³⁷⁷.

Come già ricordato³⁷⁸, in tali ipotesi viene demandata allo statuto la definizione delle modalità e delle condizioni di emissione, oltre che naturalmente dei diritti patrimoniali (ed eventualmente amministrativi), conferiti ai portatori di strumenti finanziari partecipativi, in modo tale da garantire un'approvazione preventiva dei soci, secondo quindi uno schema decisionale completamente diverso da quello previsto per gli strumenti finanziari obbligazionari, la cui competenza all'emissione, invece – soggiacendo alla disciplina delle obbligazioni – appartiene in via originaria agli amministratori, nell'esercizio dei loro poteri gestionali³⁷⁹.

Inoltre, più in generale, parlare di una partecipazione diretta agli utili in termini di diritto agli stessi ci pone necessariamente fuori dalla fattispecie obbligazionaria – a cui lo strumento finanziario obbligazionario si affianca, ricalcandone la disciplina – la quale si dovrebbe caratterizzare, in ogni caso, come rapporto di mutuo.

Se invece il rimborso del capitale fosse rappresentato dalla partecipazione diretta all'utile il rapporto sottostante non potrebbe in alcun modo qualificarsi come rapporto di mutuo ma, al contrario, dovrebbe necessariamente avere una origine di natura societaria (ovvero, come detto, statutaria). Inoltre tale caratteristica dovrebbe altresì comportare la competenza assembleare ai fini dell'emissione nonché un diverso trattamento contabile³⁸⁰. Infatti, laddove lo strumento attribuisse un diritto di partecipazione all'utile della società emittente, dovrebbe parimenti sopportare una partecipazione alle perdite della società. Pertanto l'allocazione contabile di tale strumento non potrebbe che essere quella di una riserva di patrimonio netto (come già esaminato per gli strumenti finanziari partecipativi) e non dovrebbe invece essere appostata quale voce di debito della società, come invece avviene per gli strumenti finanziari obbligazionari e, più in generale, per le obbligazioni.

Situazione naturalmente molto diversa, ma comunque non ammissibile, sarebbe quella di attribuire un diritto di credito (che però sarebbe pur sempre di natura contrattuale)

³⁷⁷ Peraltro, anche per gli strumenti finanziari partecipativi l'attribuzione di partecipazione all'utile non è pacifica, *contra cfr.* FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, *op. cit.*, 817 e 818. Per maggiori approfondimenti si veda, *supra*, Cap. IV, §5.

³⁷⁸ Si veda, *supra*, Cap. IV, §3.

³⁷⁹ Sul punto si rimanda, *supra*, Cap. IV, §3.

³⁸⁰ Per maggiori approfondimenti sotto il profilo dell'allocazione contabile, si veda *supra*, Cap. III.

sugli utili (o su una loro porzione) solamente dopo che essi siano stati distribuiti ai soci. Tale diritto di credito sarebbe dunque vantato nei confronti dei soci in quanto titolari di quell'utile e non, quindi, nei confronti della società emittente dello strumento finanziario partecipativo. Anche questa soluzione, evidentemente, non appare percorribile in quanto altererebbe lo schema tipico della fattispecie obbligazionaria che appartiene anche agli strumenti finanziari non partecipativi.

Sull'argomento occorre infine segnalare come alcuni autori, in modo diverso, hanno sostenuto che gli strumenti finanziari obbligazionari, pur non potendo attribuire un diritto alla partecipazione agli utili (o alle perdite) di bilancio, potrebbero comunque esprimere un collegamento agli utili (o alle perdite) di esercizio, come riportati in conto economico³⁸¹. Secondo tale impostazione lo strumento potrebbe ancorarsi ai soli utili di esercizio dell'impresa, ossia all'utile distribuibile, come ricavabile dallo stato patrimoniale. In questo caso la differenza tra i diritti patrimoniali attribuiti agli strumenti finanziari obbligazionari ragguagliati agli utili distribuibili e le azioni consisterebbe nel diverso legame tra gli strumenti finanziari e gli utili. In particolare in base a tale ricostruzione «la natura residuale delle pretese azionarie comporta che a queste spetta tutto ciò che residua, soddisfatti tutti i creditori della società nell'esercizio di competenza. Diversamente, agli strumenti finanziari spetta un somma determinata, che si quantifica in ragione dell'utile distribuibile, al lordo delle somme spettanti a tali strumenti»³⁸².

Tale ricostruzione potrebbe apparire corretta solamente laddove si ritenesse che l'utile di esercizio rappresenti un mero indicatore a cui parametrare il rimborso del capitale. In tal caso, infatti, questo consisterebbe in un parametro oggettivo, rappresentativo dell'andamento economico della società, pur non attribuendo diritti di partecipazione diretta agli utili e alle perdite.

³⁸¹ Cfr. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 817 ss.; MIGNONE, *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 1030 ss.; BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti di non capitale*, cit., p. 39; CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., p. 341 ss.

³⁸² Così CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., p. 347 ss. Tuttavia occorre sottolineare che nelle pagine successive l'A. sembra poi arrivare a conclusioni opposte, abbracciando l'orientamento condiviso in questo lavoro, laddove afferma che «la legittimità di strumenti che realizzano la destinazione di una parte degli utili o del patrimonio netto in favore di soggetti non soci e a detrimento degli azionisti esclude la loro natura obbligazionaria, mancando un rimborso sia pure collegato all'andamento economico della società. Si è pertanto al di fuori dell'art. 2411 c.c., della raccolta di risparmio e della disciplina delle obbligazioni e la provvista così ottenuta è soggetta esclusivamente all'art. 2346, ult. comma, c.c.».

Al riguardo occorre osservare la contrapposizione ontologica di due modalità distinte di remunerazione dell'investimento: da un lato, quella di "parametrazione" – o come prima menzionato di "condizionamento" – e, dall'altro, quella di "partecipazione".

Autorevole dottrina ha avuto modo di denominare tali diverse modalità come "partecipazione in senso improprio" e "partecipazione in senso proprio"³⁸³. In questo caso quindi si dovrebbe correttamente parlare di "partecipazione in senso improprio".

Al contrario non appare ammissibile agli occhi di chi scrive spingersi oltre e ritenere invece che sia possibile attribuire un vero e proprio diritto di partecipazione agli utili e non solamente per le ragioni sopra esposte in tema di competenza all'emissione. In particolare, laddove si aderisse a tale impostazione, si dovrebbe parimenti accettare (o meglio, scontare) la conseguenza – a mio avviso non accettabile neppure con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi³⁸⁴ – che gli strumenti finanziari obbligazionari sopportino ancor prima (ed, eventualmente, in luogo) dei soci, i risultati negativi della gestione. Infatti, se agli strumenti finanziari obbligazionari fossero attribuiti diritti patrimoniali che derivino direttamente dall'utile e dalle perdite di esercizio, essi sopporterebbero prima ancora degli azionisti le perdite dovute a esiti negativi della gestione nel corso di quell'esercizio, determinando così la riduzione o l'azzeramento delle pretese dei portatori di tali strumenti. Al contempo gli azionisti potrebbero distribuirsi gli utili rinvenienti dalla minor incidenza alle perdite in parte (o eventualmente tutte) sopportate preventivamente dagli strumenti finanziari ex art. 2411, terzo comma, c.c. Appare di tutta evidenza che tali conseguenze porterebbero all'assurda conclusione di vedere i diritti di credito di soggetti terzi – creditori della società – postergati rispetto a quelli dei soci, i quali verrebbero soddisfatti prima dei creditori, sovvertendo completamente i principi cardini del nostro ordinamento societario.

Avendo appurato che nell'ambito dei diritti patrimoniali attribuibili ai portatori di strumenti finanziari obbligazionari non possa ricomprendersi una partecipazione diretta agli utili (di bilancio o di esercizio) dell'emittente, ma solamente una parametrazione in

³⁸³ Tale distinzione si deve a MIGNOLI, *La "partecipazioni agli utili" nelle società di capitali*, op. cit., p. 3. In particolare, con riguardo alla fattispecie della partecipazione agli utili dei prestatori di lavoro, l'Autore propende per una qualificazione del tipo "improprio"; in relazione alla partecipazione agli utili degli amministratori propende perlomeno in certi casi e a certe condizioni, per una qualificazione "in senso proprio".

³⁸⁴ Per maggiori argomentazioni a tale riguardo, si rimanda *supra*, Cap. IV, §6.

(termini di commisurazione) rispetto all'utile di esercizio conseguito, quale espressione dell'andamento economico della società³⁸⁵, occorre ora soffermarsi sul quello che, invece, può essere l'oggetto dell' "indicizzazione" del rimborso del capitale.

Come già ricordato, l'art. 2411, terzo comma, c.c. fornisce alcune indicazioni al riguardo, prevedendo che l'indicizzazione possa riguardare tanto i tempi quanto l'entità del rimborso delle obbligazioni.

In particolare, in relazione ai tempi per la restituzione del capitale, si può osservare che sarà certamente consentito modulare il piano di ammortamento del capitale o differire la scadenza finale del prestito sulla base dei risultati di esercizio della società emittente, prevedendo così un rimborso più veloce (o anticipato) nel caso di risultati positivi ovvero un rimborso maggiormente dilazionato (o posticipato) nel tempo in caso di risultati negativi di gestione, al fine di ridurre lo stato di tensione finanziaria della società emittente³⁸⁶.

A tal proposito appare doveroso sottolineare che l'eventuale differimento del rimborso del capitale non pone particolari problemi in tema di anatocismo, a differenza di quanto è invece possibile riscontrare nelle ipotesi di differimento degli interessi. Parimenti non sembrano ravvedersi ostacoli a che, nel caso di posticipazione della data di scadenza finale del prestito, sul capitale non rimborsato alla data originariamente prevista maturino interessi a favore dei portatori dei titoli, purché ad un tasso pattuito *ab origine* nel regolamento dello strumento, anche in misura eventualmente superiore rispetto al tasso dovuto sino alla scadenza naturale del prestito, salvo in ogni caso l'applicazione delle norme in tema di usura³⁸⁷.

³⁸⁵ In questo senso di particolare attualità risultano le parole di FRAGALI, *Del Mutuo Art. 1813-1822*, in *Commentario del Codice Civile*, SCIALOJA-BRANCA (a cura di), Bologna-Roma, 1966, p. 353, che, analizzando la fattispecie del mutuo e, in particolare, del mutuo parziario (la quale risulta applicabile allo schema della strumento finanziario di tipo obbligazionario) ricorda che: «la clausola di partecipazione è, in realtà, un semplice riferimento ad una quota di utili come mezzo per determinare il corrispettivo che il mutuatario deve al mutuante e non implica quindi comune acquisizione di quegli utili o diritto del mutuante alla *divisione* degli stessi, ma diritto di credito verso il mutuatario, per un ammontare equivalente al coefficiente di utili cui si sono richiamate le pattuizioni del mutuo. Il diritto del mutuante è perciò di natura obbligatoria; invece l'attribuzione al mutuante di un diritto reale *pro quota* sugli utili produrrebbe una situazione di comunione, che è estranea allo schema del mutuo».

³⁸⁶ Tale possibilità appare particolarmente efficace ed appagante nel caso in cui lo strumento finanziario obbligazionario preveda un rimborso c.d. *bullet* ovvero nel caso in cui la restituzione del capitale venga prevista in un'unica soluzione alla scadenza del prestito e non secondo un piano di ammortamento dilazionato nel tempo.

³⁸⁷ In tema di usura è interessante anticipare quanto verrà poi esposto con riferimento alle obbligazioni partecipative disciplinate ai sensi del Decreto Sviluppo. Il comma 25 dell'art. 32 del Decreto Sviluppo

Per ciò che concerne invece l'entità della somma da rimborsare, questa naturalmente potrà variare in aumento o in diminuzione rispetto al valore nominale del titolo emesso, per effetto dell'indicizzazione all'andamento economico della società.

Al riguardo occorre preliminarmente osservare che non necessariamente l'indicizzazione del capitale ai sensi dell'art. 2411, terzo comma, c.c., deve comportare il rischio di una variazione in diminuzione rispetto al valore originario dei titoli stessi. Nulla vieta, infatti, che il regolamento dello strumento finanziario preveda delle clausole cosiddette di *stop-loss* che stabiliscano un'indicizzazione parziale del titolo, solamente per la parte che superi una determinata soglia minima garantita. Laddove tale soglia fosse pari al valore nominale dello strumento finanziario, l'indicizzazione opererebbe solo verso l'alto, come fonte di eventuale profitto ma non di potenziali perdite per l'investitore. Parimenti è possibile inserire nel regolamento dello strumento delle clausole che prevedano dei *cap*, ovvero dei limiti massimi verso l'alto, oltre cui la variazione in aumento non può operare (onde evitare che la società emittente si veda costretta a pagare un debito eccessivamente sproporzionato rispetto al suo valore originario nel caso di risultati di gestione dell'impresa particolarmente positivi).

Merita sicuramente particolare considerazione l'ipotesi in cui, a causa dei risultati negativi dell'impresa, l'importo dovuto a scadenza da parte della società emittente risulti inferiore rispetto al valore nominale versato dai portatori degli strumenti finanziari obbligazionari al momento dell'emissione dei titoli stessi. In tali circostanze, infatti, i portatori dei titoli si troveranno, in misura più o meno rilevante, a partecipare al rischio d'impresa, in modo simile a quanto esaminato in relazione agli strumenti finanziari partecipativi, allontanandosi così dalla posizione tipica creditoria che accomuna gli obbligazionisti.

Se da un lato appare senz'altro pacifico che «la restituzione *ex mutuo* di una somma minore di quella ricevuta deve ritenersi legittima quando essa è il risultato dell'applicazione di un parametro adottato dalle parti per quantificare la prestazione di rimborso»³⁸⁸, dall'altro, il generico riferimento normativo alla possibilità di

prevede infatti che alla parte variabile del corrispettivo non si applicabili la legge del 7 marzo 1996, n. 108.

³⁸⁸ Così CHIOMENTI, *Titoli obbligazionari cd "bull and bear": vere obbligazioni o titoli per operazioni di borsa*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 153. Al riguardo l'Autore ritiene applicabile alle emissioni obbligazionarie l'interpretazione dottrinale e giurisprudenziale in materia di mutuo che ammette non solamente la liceità dell'indicizzazione del debito, ma anche la compatibilità con la stessa causa di mutuo del principio nominalistico di cui all'art. 1277 c.c.

condizionare l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società, non pone di per sé alcun limite verso il basso – a meno che, come detto, non sia diversamente previsto dal regolamento del prestito – con il conseguente rischio per i portatori dello strumento di non ricevere alcunché nel caso di risultati particolarmente negativi nella gestione della società emittente³⁸⁹.

Come è stato già osservato nei paragrafi che precedono³⁹⁰, la possibilità di una mancata restituzione in astratto del rimborso del capitale apportato dai portatori degli strumenti finanziari non partecipativi non confligge di per sé con la natura obbligazionaria di tali strumenti, che comunque continuano a rappresentare dei titoli di debito della società (e come tali, aggiungerei, dovranno essere appostati in bilancio).

Una riduzione o addirittura un azzeramento dell'ammontare da restituire in linea capitale potrebbe accadere qualora la società versi in uno stato di insolvenza, con eventuale apertura di procedure concorsuali, oppure in una situazione di perdite tali da comportare una riduzione del capitale ai sensi dell'art. 2447 c.c. In tali circostanze l'ammontare del capitale del prestito sarebbe utilizzato per far fronte alle perdite di bilancio dell'emittente, anche se, come detto, non mediante una partecipazione diretta alle perdite stesse. L'assorbimento delle perdite da parte degli strumenti finanziari obbligazionari potrà avvenire secondo diverse modalità quali, ad esempio, la svalutazione nominale del titolo mediante cancellazione del corrispondente credito. In alternativa, il regolamento del titolo potrà prevedere dei meccanismi di conversione "forzata" di tali strumenti in titoli azionari della società emittente³⁹¹ ma, in tal caso, sarà comunque necessaria una preventiva autorizzazione dei soci, poiché ciò rappresenterebbe una compressione dei diritti di quest'ultimi e, come tale, dovrebbe essere approvata dai soci stessi in sede di emissione o di conversione del titolo (delibera che in ipotesi altrimenti mancherebbe, dal momento che, come detto, la competenza all'emissione di tali strumenti spetterebbe in via originaria agli amministratori).

³⁸⁹ Prima della riforma del diritto societario del 2003, quando si era posta la questione se fosse possibile emettere obbligazioni a capitale indicizzato in assenza di uno specifico riferimento normativo in tal senso, Autorevole dottrina aveva ritenuto che l'indicizzazione in linea capitale potesse operare unicamente verso l'alto, al fine di consentire ai portatori dei titoli di beneficiare dei risultati positivi della gestione e non fosse invece possibile condizionare il rimborso ai risultati negativi della società emittente. Cfr., per tutti, CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., p. 427, secondo il quale, per le obbligazioni «essenziale, in quanto imposta dalla coerenza con la fattispecie posta in essere, è solo la previsione di un diritto di rimborso prioritario rispetto agli azionisti e svincolato dai risultati negativi della gestione dell'impresa sociale. Entro questo ampio margine la potestà regolamentare della società può liberamente svilupparsi».

³⁹⁰ Si veda in particolare *supra* Cap. III, §2.

³⁹¹ In questo senso GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 95.

CAPITOLO VI

I c.d. “minibond” e le “nuove” obbligazioni partecipative previste ai sensi del Decreto Sviluppo

1. Il contesto di riferimento: l’attuale situazione del sistema finanziario

Mediante il d.l. 22 giugno 2012 n. 83 (Misure urgenti per la crescita del Paese)³⁹², conosciuto come “Decreto Sviluppo” o “Decreto Crescita”, il legislatore è intervenuto a ridefinire i contorni delle fattispecie azionaria e obbligazionaria, già oggetto di profonda innovazione con la riforma del diritto societario del 2003. Come precedentemente ricordato tale provvedimento si innesta nell’ambito di una serie di interventi normativi finalizzati ad incentivare l’accesso delle piccole-medie imprese a fonti di finanziamento alternative rispetto al canale bancario.

L’attuale situazione dei mercati finanziari, come noto, si caratterizza per una carenza di liquidità delle banche, la cui dotazione patrimoniale risulta delle volte insufficiente a far fronte alle costanti richieste di credito. Ciò ha comportato, *inter alia*, una crescita significativa dei tassi di interesse bancari. Pertanto, un periodo di difficoltà generale e di crisi di liquidità, le banche hanno dunque dovuto ridurre l’offerta di capitali.

La paralisi attuale, amplificata dal *credit crunch*, non è tuttavia semplicemente legata allo stato di crisi in cui versano molte aziende italiane ed europee, ma è altresì dovuta dalle nuove regole internazionali circa il patrimonio di vigilanza e il rischio di insolvenza dei potenziali beneficiari.

³⁹² Pubblicato in G.U. n. 147 in data 26 giugno 2012, Suppl. Ord., n. 129, come successivamente convertito con modificazioni in l. 7 agosto 2012 n. 134 pubblicata in G.U. n. 187 in data 11 agosto 2012 Suppl. Ord. N. 171. Il testo di legge è stato successivamente modificato con alcuni provvedimenti, in particolare dal d.l. 18 ottobre 2012 n. 179 (Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese) pubblicato in G.U. n. 245 in data 19 ottobre 2012, come successivamente convertito con modificazioni in l. 17 dicembre 2012 n. 221 pubblicata in G.U. n. 294 in data 18 dicembre 2012 e dal d.l. 23 dicembre 2013 n. 145 (Interventi urgenti di avvio del piano "Destinazione Italia", per il contenimento delle tariffe elettriche e del gas, per la riduzione dei premi RC-auto, per l'internazionalizzazione, lo sviluppo e la digitalizzazione delle imprese, nonché misure per la realizzazione di opere pubbliche ed EXPO 2015), pubblicato in G.U. n. 300 in data 23 dicembre 2013, convertito con modificazioni dalla L. 21 febbraio 2014, n. 9, pubblicato in G.U. n. 43 in data 21 febbraio 2014.

La situazione attuale, infatti, è stata accentuata e ulteriormente irrigidita dall'entrata in vigore di Basilea 3³⁹³, ovvero un articolato insieme di provvedimenti predisposto dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria al fine di rafforzare la regolamentazione, la vigilanza e la gestione del rischio del settore bancario³⁹⁴. Le riforme in questo senso sono state principalmente di due ordini: (i) microprudenziali, ossia concernenti la regolamentazione a livello individuale, tese a rafforzare la resistenza dei singoli istituti bancari durante le fasi di *stress*, e (ii) macroprudenziali, ovvero concernenti i rischi a livello di sistema bancario nel suo complesso e la loro amplificazione prociclica nel corso del tempo. In estrema sintesi il provvedimento è intervenuto, da un lato, rafforzando in particolare i requisiti prudenziali a fronte dell'aumento del rischio di liquidità (ovvero il *liquidity coverage ratio* e il *net stable funding ratio*) e, dall'altro, prevedendo requisiti più stringenti per strumenti ad elevata capacità patrimoniale³⁹⁵ nonché introducendo un cuscinetto di capitale (pari al 2,5% di *common equity* rispetto all'attivo a rischio) al di sopra dei minimi regolamentari con vincoli automatici alla distribuzione degli utili o al pagamento di *bonus* fino alla ricostituzione del *buffer*. Se è vero che gli effetti di tali provvedimenti dovrebbero mirare ad ottenere una maggiore solidità patrimoniale delle banche, è altrettanto vero che tali misure comportano allo stesso tempo un incremento dei costi per le banche stesse, rendendo così ancor più difficile l'accesso al credito bancario.

È inoltre da segnalare che in questo contesto la Banca Centrale Europea ha pubblicato il manuale per l'esame della qualità degli attivi delle banche europee, denominato "Asset Quality Review" (AQR), esame che sarà condotto dalla stessa BCE. L'AQR riguarderà principalmente l'analisi dei processi, delle politiche e delle pratiche contabili, l'esame delle posizioni creditizie e la stima del valore delle garanzie. Gli istituti bancari sotto esame saranno 128, di cui 15 italiani. L'esame della qualità degli attivi appare infatti

³⁹³ Si tratta di un insieme di provvedimenti approvati dal Comitato di Basilea nel 2010 per la vigilanza bancaria in conseguenza della crisi finanziaria del 2007-2008 con l'intento di perfezionare la preesistente regolamentazione prudenziale del settore bancario (a sua volta correntemente denominata Basilea 2), l'efficacia dell'azione di vigilanza e la capacità degli intermediari di gestire i rischi che assumono. Inizialmente dovevano essere introdotti dal 2013 al 2015, ma successivamente, il 1 Aprile 2013 la loro attuazione è stata estesa fino al 31 marzo 2018. Per riferimenti bibliografici si rimanda *supra* Cap. I, § I, nota 34.

³⁹⁴ Tali provvedimenti mirano a migliorare la capacità del settore bancario di assorbire shock derivanti da tensioni economiche e finanziarie, indipendentemente dalla loro origine, migliorare la gestione del rischio e la *governance*, rafforzare la trasparenza e l'informativa bancaria.

³⁹⁵ In particolare il *Common Equity Tier 1* (CET 1) viene aumentato dal 2% al 4,5% e il *Tier 1* viene aumentato dal 4% al 6%.

centrale nella c.d. valutazione approfondita operata dalla BCE, il cui obiettivo dovrebbe essere quello di accrescere la trasparenza dei bilanci delle banche, stimolare i necessari interventi correttivi sui bilanci e ripristinare la fiducia degli investitori prima dell'assunzione dei compiti di vigilanza da parte della BCE, prevista per il novembre 2014³⁹⁶.

Anche alla luce di tali provvedimenti, pertanto, il nostro legislatore è apparso sempre più sensibile alla necessità di introdurre degli strumenti che diano alle imprese la possibilità di ricorrere ad altre forme di finanziamento, cercando di controbilanciare la centralità del credito bancario nel modello di finanziamento delle piccole-medie imprese italiane.

Alcuni dati forniti da Banca Nazionale del Lavoro – Gruppo BNP Paribas pubblicati sul sito dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano (ODCEC)³⁹⁷ sulla base di indagini campionarie condotte dalla Banca d'Italia e dall'Istat (che periodicamente analizzano l'andamento di alcuni indicatori di bilancio), evidenziano chiaramente le difficoltà che le imprese italiane hanno attraversato negli ultimi anni e che continuano ad avere ancora oggi.

Il difficile contesto macroeconomico, infatti, ha scoraggiato gli investimenti delle imprese (meno 15% circa nel 2009) circostanza che, tuttavia, non si è tradotta in un incremento della capacità delle imprese di autofinanziarsi: sebbene in miglioramento rispetto al 2008, la quota di copertura degli investimenti con risorse interne è rimasta al di sotto del 40%. Il fabbisogno finanziario per investimenti si è ridotto di circa un terzo, mentre è aumentato quello destinato al c.d. "Capitale Circolante Netto Operativo" fattore che, quasi esclusivamente, ha sostenuto la domanda di prestiti bancari.

Come risultato, nel complesso, il 16% delle piccole-medie imprese, c.d. "PMI", hanno evidenziato un aumento del loro bisogno di prestiti bancari. Per contro, la percentuale delle grandi imprese che segnalano un aumento del bisogno di prestiti bancari è rimasta sostanzialmente invariata o si è ridotta (6%, contro il 5% nel primo semestre del 2009). Le grandi imprese, infatti, sono riuscite a finanziarsi direttamente sui mercati finanziari, con un miglioramento a partire seconda metà del 2009 (per poi peggiorare nuovamente nel 2011).

³⁹⁶ Per maggiori approfondimenti si veda il sito della BCE consultabile al seguente link: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140311.it.html>

³⁹⁷ Consultabili al seguente link
http://www.odcec.mi.it/Libraries/Materiale_Convegni/Convegno_PMI_Vitale.pdf

Diversi appaiono i motivi del fabbisogno: le medie e grandi imprese necessitano di finanziare gli investimenti fissi, mentre le piccole imprese e microimprese necessitano di fondi per finanziare scorte e capitale circolante. La disponibilità di prestiti bancari alle PMI è peggiorata nella seconda metà del 2009 e ancor di più nel 2010, ma c'è stata una valutazione meno negativa della disponibilità di prestiti bancari a favore di imprese di grandi dimensioni.

In questo contesto il dato ancor più rappresentativo è che in Italia il 92% dei finanziamenti alle imprese proviene da istituti bancari (e solamente l'8% dal mercato obbligazionario), collocandoci ben al di sopra della media europea (in cui l'84% dell'indebitamento è rappresentato dai finanziamenti bancari e il 16% dai prestiti obbligazionari) ma, soprattutto, evidenziando una situazione diametralmente opposta rispetto alla media degli USA, dove il solamente il 30% dei prestiti proviene da finanziamenti bancari, mentre il 70% è reperito sul mercato obbligazionario³⁹⁸.

In buona sostanza fino ad oggi in Italia non si è mai sviluppato un reale mercato di capitali di debito (soprattutto per le piccole-medie imprese) e ciò sicuramente a causa di diversi fattori che hanno condizionato sia la domanda che l'offerta di capitali. Tra questi fattori si possono ricordare, *in primis*, (i) sul fronte della domanda, l'assenza di un mercato di investitori istituzionali italiani (come fondi pensione, SICAV, SGR) e, al contempo la scarsa presenza di investitori esteri interessati ad investire su imprese poco conosciute, nonché l'incertezza normativa che ha caratterizzato il nostro Paese negli ultimi anni; (ii) mentre sul fronte dell'offerta, si registra negativamente la scarsa convenienza sotto il profilo fiscale (con particolare riguardo alla disparità del regime applicabile alle emissioni obbligazionarie da parte di imprese medio-piccole e quelle emesse dai c.d. grandi emittenti), gli elevati costi di quotazione e di permanenza sul listino (sia legati alle agenzie di rating che agli altri operatori del sistema, quali le spese per gli *advisor* legali e finanziari), la complessità della strutturazione e dell'ammissione alla quotazione sotto il profilo legale e organizzativo, nonché la conseguente lunghezza dei tempi di strutturazione per arrivare alla quotazione, a causa della complessità degli adempimenti richiesti, specialmente se comparati ad altri paesi europei.

³⁹⁸ Fonte Il Sole 24 Ore del 10 aprile 2012.

Ad oggi, quindi, solo le aziende con un fatturato superiore a 500 milioni di euro ha avuto un reale accesso al mercato dei capitali, ma occorre notare che più del 95% delle PMI italiane ha un fatturato inferiore a 50 milioni di euro³⁹⁹.

L'intervento legislativo sembra aver preso atto della situazione appena rappresentata e soprattutto delle difficoltà da parte di piccole e medie imprese di reperire finanziamenti tramite il mercato di capitali di debito. Senza voler auspicare al modello statunitense, il Decreto Sviluppo ha quindi cercato di cogliere l'occasione dettata da questo momento storico per riallinearci alla media europea e allentare così la morsa della dipendenza finanziaria strutturale delle imprese italiane dal sistema bancario.

2. La nuova formulazione del quinto comma dell'art. 2412 c.c.

Alla luce del quadro di riferimento e del contesto finanziario appena delineato nel paragrafo che precede, l'obiettivo dichiarato del legislatore è stato quello di ridurre i vincoli normativi, civilistici e fiscali che, sino ad oggi, limitavano la raccolta da parte delle imprese italiane di una liquidità sempre più indispensabile e favorire così l'accesso alla raccolta del capitale di debito sul mercato anche alle società non quotate. In primo luogo l'intento del legislatore è stato, quindi, quello di ridurre il *gap* normativo esistente tra società con azioni quotate e società non quotate, consentendo anche a quest'ultime di emettere senza limitazioni quantitative strumenti di debito da collocare sul mercato domestico o internazionale.

L'art. 32 del Decreto Sviluppo (come successivamente modificato ed integrato⁴⁰⁰) rubricato "nuovi strumenti di finanziamento per le imprese" ha inciso sulla disciplina inerente alle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari, con l'obiettivo di renderli più efficacemente fruibili dalle società i cui titoli non sono negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione.

Non mi occuperò in questa sede della nuova disciplina in tema di cambiali finanziarie dal momento che le stesse esulano dall'oggetto di indagine di questo lavoro, ma ritengo

³⁹⁹ Dati forniti da Banca Popolare di Vicenza.

⁴⁰⁰ In particolar modo dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. Decreto Sviluppo-*bis* o Decreto Crescita 2.0) recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" convertito con legge 17 dicembre 2012, n. 221 e pubblicato in Gazzetta Ufficiale 18 dicembre 2012, n. 294.

invece strettamente necessario spendere alcune considerazioni in relazione alle modifiche introdotte dal legislatore per ciò che concerne sia le obbligazioni in generale che, in special modo, le c.d. “obbligazioni partecipative”.

Occorre anzitutto evidenziare che il comma 26 del suddetto articolo 32 ha modificato l’art. 2412, quinto comma, c.c., prevedendo che i limiti all’emissione per le società per azioni fissati dal primo comma dello stesso articolo (i.e. limite pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio approvato) e dal secondo comma (i.e. superamento del suddetto limite se le obbligazioni sono sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale) non trovano applicazione nel caso di emissioni obbligazionarie destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione nonché ad obbligazioni che diano il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni.

Il quinto comma del medesimo articolo, come noto, prima di essere modificato dal summenzionato Decreto, consentiva di superare o, per meglio dire, di “non applicare”, il limite quantitativo del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio approvato, nel caso in cui i prestiti obbligazionari fossero emessi da società con azioni quotate in mercati regolamentati e, contestualmente, destinati alla quotazione in un mercato regolamentato. Il quinto comma, invece, codificava e continua ancora a regolare un regime di deroga – e aggiungerei di favore – che prima del Decreto Sviluppo era riservato alle società con azioni quotate (oltre che alle ulteriori ipotesi di deroga previsti dal terzo e sesto comma del medesimo articolo⁴⁰¹). Scompare, pertanto, ogni riferimento al soggetto – le società con azioni quotate in mercati regolamentati – che può emettere queste obbligazioni per le quali “non si applicano” i primi due commi dell’art. 2412 c.c.

Cercando di rintracciare le motivazioni dietro la scelta di eliminare il requisito “soggettivo” dell’emissione da parte di società quotate al fine di derogare al limite quantitativo, si può constatare che, così come si legge della Relazione Illustrativa che accompagna lo stesso Decreto, l’intento del legislatore sembrerebbe essere stato quello di «semplificare ed integrare l’attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell’attività d’impresa, consentendo in particolare la sollecitazione del mercato

⁴⁰¹ Ovvero rispettivamente nel caso in cui le obbligazioni siano garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi e quando ricorrono particolari ragioni che interessano l’economia nazionale (nei limiti previsti dal provvedimento autorizzativo dell’autorità governativa).

monetario e finanziario da parte di emittenti finora esclusi, come le imprese non quotate, medie e piccole (secondo la classificazione europea), ampliando infine le opportunità di investimento degli operatori istituzionali nell'economia nazionale».

L'opzione legislativa si spiega, quindi, considerando che l'accesso al mercato dei capitali di debito nel nostro ordinamento è sempre stato regolato da una normativa che sotto svariati aspetti (anche tributari) ha penalizzato l'operatività delle imprese non quotate e, pertanto, l'impossibilità per queste imprese di avvantaggiarsi del regime di favore (ora introdotto dal Decreto Sviluppo) non ha fatto altro che acuire, per anni, la disparità tra società quotate e non quotate.

La *ratio* del regime di deroga al limite dimensionale già introdotto con la riforma del 2003 ma finora limitato alle ipotesi in cui le obbligazioni fossero emesse da società con azioni quotate (oltre che nei casi di cui al secondo, terzo e sesto comma dell'art. 2412 c.c.), risiede nel fatto di essere – la quotazione – uno strumento che consente su base continuativa un controllo da parte del sottoscrittore, innalzando, almeno in potenza, il livello di trasparenza delle operazioni compiute sui mercati regolamentati. Pertanto, si dovrebbe presumere che, anche se la società non è quotata, ma lo è l'obbligazione, il pubblico degli investitori sia nelle condizioni di stimare, in maniera completamente informata, la qualità dell'investimento che si accinge a perfezionare.

Il legislatore sembra aver quindi preso atto che, nel momento in cui il titolo risulti essere quotato, l'ulteriore requisito della quotazione della società emittente non appare essere di per sé una circostanza che aggiunge elementi di tutela per l'investitore, tale da legittimare una deroga al limite quantitativo, altrimenti non ipotizzabile. Naturalmente quanto appena rilevato appare probabilmente vero se si muove dall'assunto che il mercato sia realmente in grado di compiere un'efficace opera di monitoraggio e controllo e che, quindi, sia in definitiva anche in grado di "auto-regolarsi". Diversamente, invece, laddove non si reputi il c.d. "controllo del mercato" capace di auto-tutelare efficacemente gli interessi coinvolti, si potrebbero muovere delle critiche, non solamente alla recente modifica normativa, ma più a monte, all'introduzione della deroga al limite quantitativo alle obbligazioni quotate emesse da società con azioni quotate, prevista dalla riforma del diritto societario operata mediante il d.lgs. 6/2003⁴⁰².

⁴⁰² In tale occasione infatti il legislatore sembra non aver avuto dubbi, come si legge nel commento al § 7 della relazione finale al d.lgs. 6/2003 «Per le società, invece, le cui azioni sono negoziate in mercati

Prescindendo in questa sede dal dibattito circa il grado di effettività del controllo da parte del mercato che ha interessato la deroga di cui alla precedente versione del quinto comma dell'art. 2412 c.c.⁴⁰³, appare quantomeno opportuno precisare che ad oggi il legislatore ha evidentemente ritenuto che la tutela minima offerta dal primo comma dell'art. 2412 c.c., in termini di equilibrio finanziario tra risorse della società ed indebitamento esistente, possa essere adeguatamente sostituita dagli obblighi informativi imposti agli emittenti quotati (ovvero soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani, quindi non solamene strumenti rappresentativi del capitale, ma anche strumenti finanziari ed obbligazioni), previsti, tra l'altro, dagli art. 94 (*Prospetto d'offerta*) e 114 (*Comunicazioni al pubblico*) T.U.F.. Tali obblighi sarebbero in grado, quindi, secondo il legislatore, di assicurare agli investitori la formazione di un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente⁴⁰⁴.

Pur non ritenendo totalmente condivisibile la scelta operata dal legislatore a causa della scarsa fiducia che ripongo nella capacità del mercato di tutelare i soggetti più deboli, a favore della modifica operata dal legislatore del Decreto Sviluppo militano, tuttavia, ragioni di tipo operativo o, per meglio dire, valutazioni di opportunità pratica: ritengo, infatti, si possa avere quantomeno qualche fondato motivo di sperare che le aperture

regolamentati, esistendo il controllo da parte del mercato, si è ritenuto di non stabilire alcun limite, a condizione, ovviamente, che destinate alla quotazione siano anche le obbligazioni».

⁴⁰³ Si veda in particolare PALMIERI, *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Giur. comm.*, 2006, p. 293 ss.; MARCHETTI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, p. 218 ss.; FERRO-LUZZI-CHIAPPETTA, *Fusioni e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. soc.* 2005, p. 146 ss.; per una lettura critica, RORDORF, *Scandali finanziari e regole di mercato (appunti a margine dei casi Cirio e Parmalat)*, in *Quest. Giust.*, 2004, IV, p. 576 ss.; per riflessioni a più ampio spettro sulle capacità del mercato di auto-regolarsi, cfr., a favore ENRIQUES-MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, 2001, p. 1165 ss., la cui versione italiana, con alcuni adattamenti, è stata pubblicata in *Riv. soc.*, 2002, p. 78 ss., con il titolo *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*; contra, DENOZZA, *A che serve il capitale? (piccole glosse a Enriques-Macey, Creditors versus capital formation: the case against the european legal capital rules)* in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 585 ss.; la polemica è proseguita con ulteriori interventi di ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 607 ss. e di DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, II, p. 489 ss., ancora contra, SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio*, cit., p. 1125 ss.

⁴⁰⁴ Al riguardo la Circolare Assonime n. 39 del 16 dicembre 2013 ha commentato affermando che «questa innovazione si giustifica per il fatto che gli obblighi informativi in capo all'emittente [...] trovano applicazione non solo in caso di società con azioni quotate ma anche quando siano quotate le sole obbligazioni e il mercato è sempre in grado di esprimere un giudizio sull'equilibrio finanziario dell'impresa». Non ritengo tuttavia condivisibile tale affermazione dal momento il controllo operato dalla Consob appare essere di diversa natura nelle due fattispecie appena menzionate.

previste dal Decreto Sviluppo possano servire a dare nuovo impulso al mercato del “credito diffuso” stimolandone, in particolare, l’accesso da parte di quelle imprese – appunto, le non quotate – che, fino ad oggi, hanno stentato a farvi ingresso.

Più sfumati appaiono invece i “benefici” sul piano della certezza del diritto con riferimento alle norme in commento: già la precedente formulazione del quinto comma dell’art. 2412, c.c. lasciava, infatti, aperti una serie di interrogativi, tra cui si possono ricordare i dubbi circa il contenuto dell’espressione “obbligazioni destinate ad essere quotate”, dubbi che ad oggi il legislatore non sembra aver chiarito. In particolare occorre soffermarsi sulle eventuali conseguenze rispetto alla deroga *de qua* nel caso in cui – per qualunque ragione – una volta emesso il prestito obbligazionario oltre il limite quantitativo di cui al primo comma dell’art. 2412 c.c. (poiché “destinato” alla quotazione) l’obiettivo della quotazione non venga poi raggiunto per qualunque motivo. Al riguardo la Circolare Assonime n. 39 del 16 dicembre 2013 ha avuto modo di precisare che, richiamando a sua volta autorevole dottrina, «la formula utilizzata dal legislatore “obbligazioni destinate ad essere quotate” comporta che «l’ammissione a quotazione non costituisce condizione imprescindibile e preliminare al fine di avvalersi della deroga ma può intervenire successivamente alla delibera di emissione ed, eventualmente, anche dopo la data di emissione⁴⁰⁵. Quello che rileva è che la società si sia adoperata con la dovuta diligenza per conseguire la quotazione».

La seconda deroga ai limiti all’emissione introdotta con il Decreto Sviluppo, come sopra ricordato, riguarda invece le obbligazioni che danno diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni. Seppur nessun autore si sia ancora espressamente pronunciato sul punto, sembrerebbe doversi ritenere che la deroga al limite dimensionale riguardi solamente le ipotesi relative a obbligazioni convertibili c.d. dirette (ossia quelle obbligazioni che danno diritto alla conversione in azioni della stessa società emittente) e non abbia invece ad oggetto le obbligazioni convertibili c.d. indirette (ossia quelle obbligazioni che danno diritto alla conversione in azioni di una società diversa da quella emittente delle stesse obbligazioni)⁴⁰⁶⁴⁰⁷.

⁴⁰⁵ Così GIANNELLI, *Art. 2412 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, cit., p. 117. Secondo tale Autore sarebbe comunque necessario che «al momento della delibera di emissione, la quotazione costituisca per la società elemento essenziale del prestito obbligazionario e ciò risulti espressamente dalla delibera stessa».

⁴⁰⁶ In questo senso Circolare Assonime n. 39 del 16 dicembre 2013, p. 32-33.

⁴⁰⁷ È stato evidenziato come «la locuzione «obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni», utilizzata dal legislatore può lasciare spazio ad incertezze interpretative, in

Per quel concerne l'oggetto di questo lavoro è da ritenersi che – seppur nessun autore si sia ancora espresso sul punto – mediante il richiamo operato mediante l'art. 2411, terzo comma, c.c. alla disciplina delle obbligazioni, la stessa si applichi come modificata, nel senso finora descritto, anche agli strumenti finanziari obbligazioni che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società. Pertanto il limite quantitativo di cui al primo comma dell'art. 2412 c.c. non troverà applicazione con riferimento agli strumenti finanziari obbligazionari purché destinati ad essere quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero a strumenti finanziari obbligazionari che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni. In tema di convertibilità occorre tuttavia segnalare che, seppur astrattamente ipotizzabile e non espressamente esclusa dal legislatore, la possibilità di emettere strumenti finanziari obbligazionari convertibili (ovvero di applicare alle obbligazioni convertibili l'ipotesi di indicizzazione in linea capitale prevista dall'art. 2411, terzo comma, c.c.), dal punto di vista pratico, appare indubbiamente problematica. In tal caso infatti l'indicizzazione in linea capitale, incidendo sull'importo rimborsabile a scadenza, avrebbe impatti significativi sul rapporto di cambio ai fini della conversione in strumenti rappresentativi di capitale⁴⁰⁸.

3. Le “nuove” obbligazioni subordinate e partecipative

Si può affermare che in base a quanto finora rappresentato il sistema introdotto con la riforma del 2003 non risulta essere stato totalmente stravolto. Tuttavia il legislatore del Decreto Sviluppo si è spinto oltre, cercando di ridisegnare, nel contesto sinora descritto,

particolare, circa l'applicazione della deroga ai limiti quantitativi anche all'emissione di obbligazioni convertibili e non solo a quelle con *warrant*; l'utilizzo del termine “acquisire” (e non “acquistare”) lascerebbe comunque propendere per una soluzione positiva, posto che gli obbligazionisti convertibili “acquisiscono” le - o ad ogni modo si impossessano delle - azioni di riferimento a seguito dell'esercizio del diritto di conversione», così CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Le Società*, 2/2014, p. 187, nota 14.

⁴⁰⁸ In questo senso, GIANNELLI, *sub. art. 2420-bis*, cit., p. 269 ss.; CIMMINO, *L'emissione di obbligazioni convertibili in azioni*, in *Le Società*, 2014, IV, p. 393.

i contorni e le caratteristiche delle obbligazioni subordinate e delle obbligazioni partecipative.

Come già ricordato in numerose occasioni nei capitoli che precedono, l'ordinamento societario italiano già consentiva l'emissione di prestiti obbligazionari subordinati e/o partecipativi. Nonostante il recente Decreto sia stato da subito pubblicizzato – mediante un'accattivante operazione di *marketing* normativo – come finalizzato ad introdurre dei “nuovi strumenti finanziari” (come del resto recita lo stesso Capo II del Decreto Sviluppo, rubricato “Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese”), lasciando quindi intendere che prima di esso tali strumenti fossero indisponibili agli operatori, ad un osservatore più attento appariva in realtà evidente come si trattasse di strumenti già ben noti dal nostro ordinamento e disponibili per ogni società emittente, sia essa quotata o meno. Le novità, semmai, come avrò modo di chiarire successivamente, sono da individuarsi in alcuni profili relativi al trattamento fiscale delle obbligazioni emesse da società non quotate, con finalità incentivanti certamente condivisibili (oltre che a quanto già ricordato circa l'ampliamento della deroga ai limiti dimensionali di cui all'art. 2412, primo comma, c.c. per le società non quotate relativamente alle obbligazioni destinate alla quotazione).

Ai sensi dell'art. 2411, primo comma, c.c., infatti, il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società e, d'altro canto, ai sensi del secondo comma del medesimo articolo, i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società.

Nel quadro appena delineato veniva quindi lasciato – finora – ampio spazio all'autonomia negoziale nel delineare i profili delle figure obbligazionarie subordinate e partecipative – *rectius* indicizzate - per ogni tipo di società emittente, senza distinzione alcuna. Il recente legislatore è invece intervenuto a delimitare tali figure all'interno di *standard* e confini predefiniti.

In particolare in primo luogo è opportuno considerare l'ambito soggettivo di applicazione di tale disciplina: le nuove norme in tema di obbligazioni subordinate e partecipative come definite dal Decreto Sviluppo riguardano espressamente le società non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati

regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003⁴⁰⁹⁴¹⁰.

In base ad una interpretazione letterale della norma in esame, le società con azioni quotate su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, le banche e le micro-imprese non potrebbero, quindi, emettere obbligazioni subordinate e/o partecipative in base alle previsioni del Decreto Sviluppo, ossia obbligazioni che prevedano clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione, purché con scadenza iniziale uguale o superiore a trentasei mesi e con le caratteristiche di seguito descritte. Come ulteriormente confermato dalla Circolare Assonime n. 39 del 16 dicembre 2013, queste società «possono continuare ad emettere obbligazioni subordinate e/o partecipative secondo i principi generali contenuti nell'articolo 2411 c.c.», ovvero senza limitazioni di sorta⁴¹¹.

La norma in esame non richiede, invece, a differenza del nuovo quinto comma dell'art. 2412 c.c., che le obbligazioni partecipative e/o subordinate di cui al Decreto Sviluppo debbano essere destinate alla quotazione (seppure non emesse da società quotate).

Avendo così delineato l'ambito soggettivo di applicazione delle norme che ora andremo ad esaminare, si può anzitutto rilevare come, in realtà, il legislatore della recente riforma abbia fortemente ridimensionato lo spazio lasciato all'autonomia statutaria per le società non quotate, diverse da banche e dalle micro-imprese.

In particolare il Decreto Sviluppo (nei commi da 20 a 24 dell'articolo 32) ha infatti previsto una disciplina fortemente restrittiva, che delimita in modo incisivo i confini entro cui le summenzionate società possono emettere obbligazioni subordinate e/o partecipative.

Nel dettaglio, volendo analizzare brevemente il contenuto di tali norme, si può notare che entrambe le fattispecie obbligazionarie (subordinate e partecipative) sembrerebbero (ma il condizionale sembra preferibile poiché la norma non brilla per chiarezza) dover avere, in primo luogo, scadenza iniziale uguale o superiore a trentasei mesi⁴¹².

⁴⁰⁹ Art. 32, comma 19, del Decreto Sviluppo.

⁴¹⁰ La summenzionata Raccomandazione definisce quale micro-impresa un'impresa (i) il cui organico sia inferiore a 10 persone e (ii) il cui fatturato o il totale di bilancio annuale non superi 2 milioni di euro.

⁴¹¹ Al riguardo tuttavia si sono avanzati diversi dubbi interpretativi da parte dei primi commentatori, si veda, infra, il paragrafo 4 che segue.

⁴¹² Alcuni dubbi al riguardo sono avanzati da CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative*, cit., p. 196 mentre BOMPANI - CATELANI, *Project Bond & Commercial Paper*, Milano,

Per quanto concerne la clausola di subordinazione è stato chiarito che la stessa definisce i termini di postergazione del portatore del titolo ai diritti degli altri creditori della società, ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale. Avendo così tracciato il contenuto e la natura della clausola di subordinazione – su cui peraltro finora non si era posti dubbi interpretativi in base a quanto già previsto dall’art. 2411, primo comma, c.c.⁴¹³ – viene altresì specificato che, da un lato, alle società emittenti titoli subordinati si applicano le norme di cui all’articolo 2435 c.c., e dall’altro, che le emissioni di obbligazioni subordinate rientrano tra le emissioni obbligazionarie e ne rispettano i limiti massimi fissati dalla legge. Tali ultime due precisazioni, oltre che ultronee, appaiono nondimeno estremamente ambigue in termini di coerenza del sistema.

Non si comprende, infatti, la necessità di esplicitare l’applicazione degli articoli 2435 e 2412, primo comma, c.c., dal momento che non è possibile avanzare alcun dubbio in tal senso. D’altro canto non appare in alcun modo possibile ritenere, *a contrario*, che alle obbligazioni diverse da quelle con clausole di subordinazione, quali ad esempio quelle partecipative, o più semplicemente obbligazioni “ordinarie” o privilegiate, non si debbano applicare le norme sopra menzionate⁴¹⁴. Infine, il richiamo incondizionato ai limiti quantitativi fissati dalla legge sembrerebbe porsi in contrapposizione con quanto previsto dal nuovo quinto comma dell’art. 2412 c.c., così come modificato dal Decreto Sviluppo.

2012, p. 90, ritengono che «le disposizioni in commento prendono in considerazione distinte situazioni e precisamente quella delle obbligazioni esclusivamente *subordinate*, l’altra delle obbligazioni partecipative agli utili e infine la terza che riguarda le obbligazioni che sono congiuntamente *subordinate e partecipative agli utili*. Avvalora questa tripartizione, la quale considera come tipologie distinte anche le sole obbligazioni subordinate, scisse e separate dalle partecipative agli utili, quella congiunzione *anche* che si legge al comma 24». Dello stesso avviso sembra essere D’ANGELO, *Obbligazioni partecipative: utile deducibile dal reddito*, in *Norme e Tributi*, 15 gennaio 2013, «sono previste emissioni di obbligazioni: con clausole di subordinazione; con clausole di partecipazione agli utili; con entrambe le clausole e con il vincolo “di non distribuire il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull’utile dell’esercizio». A mio avviso, al di là di critiche sotto il profilo squisitamente linguistico, ritengo che più semplicemente il riferimento alla scadenza debba ragionevolmente intendersi ad entrambe le fattispecie obbligazionarie.

⁴¹³ Per un inquadramento sistematico delle obbligazioni subordinate, cfr. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, A.A. V.V., a cura di PORTALE, Milano, 1983, p. 345 ss.; DESIDERIO-ZAMBONI, *Brevi note sui prestiti subordinati*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, A.A. V.V., a cura di PORTALE, Milano, 1983, p. 567 ss.; più recentemente GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria*, cit., p. 252 ss.; GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 44 ss.

⁴¹⁴ Fermo restando che non si comprende in alcun modo il richiamo all’art. 2435 c.c. che appare a prima vista un refuso del legislatore, dal momento che esso riguarda pubblicazione del bilancio e dell’elenco dei soci e dei titolari di diritti su azioni e non ha nulla a che vedere in tema di obbligazioni.

Come già ampiamente ricordato nel paragrafo che precede, tali obbligazioni, seppur subordinate, laddove destinate alla quotazione (anche se emesse da società non quotate, come richiesto dalla norma in esame), non sarebbero soggette al limite dimensionale previsto dal primo comma dell'art. 2412 c.c.

Per quanto riguarda la clausola di partecipazione, il legislatore del Decreto Sviluppo si è invece addentrato in un intricato sistema definitorio, cercando di delinearne la fattispecie tipizzante.

Oltre che alla già ricordata durata di medio-lungo termine del prestito partecipativo ai sensi del Decreto Sviluppo (che deve essere uguale o superiore a 36 mesi), ciò che più ha suscitato attenzione, nonché stupore, nei primi commentatori, riguarda l'espressione utilizzata dal legislatore per identificare tali obbligazioni, quali «obbligazioni che prevedano clausole di partecipazione agli utili d'impresa».

Come già sottolineato⁴¹⁵, la struttura prevista dalla riforma del 2003, pur introducendo nuovi strumenti finanziari per così dire “ibridi”, ha confermato la tradizionale dicotomia tra la fattispecie azionaria e quella obbligazionaria.

La premessa logica dell'analisi che seguirà si basa quindi sull'assunto che il rapporto sottostante la fattispecie obbligazionaria deve necessariamente essere un rapporto di natura finanziaria, e nella specie, un rapporto di mutuo, in cui – ai sensi dell'art. 2411, secondo comma, c.c. – solamente la remunerazione, e non anche il rimborso, può essere ancorato all'andamento economico della società.

Parimenti anche gli strumenti finanziari non partecipativi di cui all'articolo 2411, terzo comma, c.c., che condizionano la restituzione dell'apporto all'andamento economico della società emittente, potranno prevedere una remunerazione del prestito in termini squisitamente contrattualistici, essendo comunque caratterizzati quantomeno in astratto dalla presenza dell'obbligo di rimborso.

E' evidente allora che si pongono rilevanti problematiche ermeneutiche nel tentativo di inquadrare la fattispecie in esame, laddove si faccia riferimento al contempo sia al termine “obbligazioni” che a quello di “partecipazione agli utili d'impresa”, accostando così due elementi identificativi di fattispecie non simili e non accomunabili.

Inoltre significativi dubbi sistematici si rilevano nel tentativo di distinguere, a questo punto, le “nuove” obbligazioni partecipative di cui al Decreto Sviluppo dagli strumenti

⁴¹⁵ Si veda *supra* Cap. V, §5.

finanziari partecipativi e non partecipativi, come sinora identificati nell'ambito di questo lavoro.

Secondo autorevole dottrina tale "nuova" fattispecie assumerebbe un contenuto di "partecipatività" del tutto simile a quello che caratterizza oltre che le azioni, gli strumenti finanziari partecipativi⁴¹⁶. In base a tale impostazione, l'intervento del legislatore si giustificerebbe proprio alla luce del fatto che tale fattispecie non era contemplata, fino ad oggi, nel nostro ordinamento (con riferimento alla partecipazione agli utili dell'impresa), preoccupandosi così di specificarne sia il contenuto che, in parte, la disciplina ad essa applicabile.

È senz'altro vero, infatti, che la possibilità di emettere obbligazioni partecipative prima della riforma del 2003 era stata in qualche misura riconosciuta⁴¹⁷, tuttavia, proprio per effetto della novella del diritto societario, essendosi alterato il quadro di riferimento, la loro collocazione sistematica all'interno del nostro ordinamento non sembra potersi considerare ad oggi legittima⁴¹⁸.

Come già evidenziato con riferimento ai diritti patrimoniali attribuibili ai portatori di strumenti finanziari obbligazionari⁴¹⁹, occorre distinguere tra diverse modalità di remunerazione dell'investimento in termini di "parametrazione" e di "partecipazione". Se infatti per "partecipazione agli utili" si vuole semplicemente intendere un meccanismo di parametrazione ai risultati dell'impresa, si rientrerebbe a pieno titolo

⁴¹⁶ In questo senso GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 97 ss.; sul punto invece non prendono posizione né SARALE - RIVARO, *Le obbligazioni*, in CAGNASSO - PANZANI (diretto da), *Le nuove s.p.a.*, II, Bologna-Roma, 2013, p. 226 ss. né LUONI, *Tipi speciali di obbligazioni*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento, Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale Bigiavi*, Torino, 2013, p. 432 ss. Anche la Circolare Assonime 39/2013 non pare assumere una posizione netta sul tema.

⁴¹⁷ Cfr. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, p. 180 ss.; MIGNOLI, *La "partecipazione agli utili" nelle società di capitali*, Milano, 1966, p. 174 e ss.; BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1988, I, p. 261 ss. Invero anche i sostenitori della configurabilità di obbligazioni partecipanti "in senso stretto" sembrano piuttosto riferirsi ad un mero meccanismo di commisurazione degli interessi, riconducendo infatti lo schema a quello del mutuo parziario, si v. in particolare CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., p. 424, nonché PETTITI, *I titoli obbligazionari nelle società per azioni*, cit., 91. Non pare escludere, in via di principio, la possibilità di obbligazioni partecipative "in senso proprio" MIGNOLI, *La "partecipazione agli utili" nelle società di capitali*, cit., p. 176 ss., il quale, tuttavia, riterrebbe in tal caso applicabile la disciplina ricostruita per la fattispecie della partecipazione agli utili degli amministratori e, quindi, una competenza assembleare e una fonte statutaria, tutti elementi che, oggi, nella nuova sistematica ci porterebbero a concludere per la loro qualificazione come strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, ultimo comma, c.c.

⁴¹⁸ Nel senso di ricondurre le "obbligazioni partecipanti" nell'alveo dell'art. 2412, comma 2, c.c., anche a seguito della riforma, si esprime CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p. 403, individuando nell'elemento di "partecipatività" un tratto comune a quello degli strumenti finanziari partecipativi e nelle azioni.

⁴¹⁹ Si veda *supra* Cap. V, §5.

nello schema tipico obbligazionario di cui all'art. 2411 c.c., diversamente, se invece con "partecipazione agli utili" si vuole ricomprendere qualcosa di più, ovvero un diritto agli utili di natura "sociale", la contraddizione ontologica con lo schema obbligazionario appare insuperabile. In altre parole, sostenere che la remunerazione di un rapporto finanziario, di natura contrattuale – dovendosi assumere questo come un punto fermo e non controverso laddove ci si riferisca ad obbligazioni – possa qualificarsi (anche solo parzialmente) come "partecipazione all'utile" appare una sorta di contraddizione in termini: un diritto all'utile, in quanto tale, non può che spettare al portatore dello strumento sulla base di un rapporto di natura societaria, ovvero a favore di chi si qualifichi come socio o (semmai, post-riforma del 2003) come portatore di strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, ultimo comma, c.c.⁴²⁰

Pertanto è da ritenersi che con l'espressione "partecipazione agli utili" il legislatore abbia in realtà voluto far riferimento ad una modalità di remunerazione del finanziamento in termini di commisurazione o di parametrizzazione agli utili, senza che con ciò si possa sottendere un inammissibile snaturamento di quello che giuridicamente è considerato come interesse di natura convenzionale⁴²¹.

Tale ricostruzione sembra essere stata confermata, peraltro, dalla Relazione Illustrativa al Decreto Sviluppo, ove si legge che «la clausola di partecipazione regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario, commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente»⁴²² e dalla successiva Relazione Illustrativa al d.l. n. 179/2012 in cui si evidenzia che «per quanto riguarda la componente variabile del corrispettivo, si precisa che il parametro di riferimento è l'utile d'esercizio di cui alla voce 24 del conto economico»⁴²³. Inoltre nella norma in esame possono riscontrarsi diversi indici che sembrano avvallare la ricostruzione proposta in questo lavoro, ovvero sia che ci riferisca comunque ad una partecipazione di natura contrattuale (quindi di partecipazione "in senso improprio"), ovvero di "commisurazione", e non invece di natura societaria.

⁴²⁰ Peraltro, anche per gli strumenti finanziari partecipativi tale ricostruzione non è totalmente pacifica: cfr. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 817. Per maggiori approfondimenti si rimanda *supra* Cap. IV, §5.

⁴²¹ Al riguardo si vedano le parole di FRAGALI, *Del Mutuo Art. 1813-1822*, cit., p. 353 citate in nota 389.

⁴²² Così Relazione Illustrativa al d.l. n. 83/2012, commento *sub* art. 32.

⁴²³ Così Relazione Illustrativa al d.l. n. 179/2012, commento *sub* art. 36, p. 77.

In particolare il comma 21 dell' art. 32 del Decreto Sviluppo prevede espressamente che «la clausola di partecipazione regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario, *commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente*» [corsivo aggiunto]. Lo stesso comma continua indicando una disciplina di dettaglio circa il tasso di interesse riconosciuto al portatore del titolo, in particolare prevedendo che, per ciò che concerne la parte fissa del corrispettivo, essa non può essere inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento pro-tempore vigente, mentre per quanto riguarda la parte variabile del corrispettivo, la società emittente dovrà versare annualmente al soggetto finanziatore, entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio, «una somma *commisurata al risultato economico dell'esercizio*, nella percentuale indicata all'atto dell'emissione» [corsivo aggiunto].

Inoltre il successivo comma 22 statuisce che «le regole di calcolo della parte variabile del corrispettivo sono fissate all'atto dell'emissione, non possono essere modificate per tutta la durata dell'emissione, sono dipendenti da *elementi oggettivi e non possono discendere, in tutto o in parte, da deliberazioni societarie assunte in ciascun esercizio di competenza*» [corsivo aggiunto]. A tale riguardo, in primo luogo occorre osservare che il legislatore fa riferimento ad elementi oggettivi, richiamando così quanto previsto dall'art. 2411, secondo comma, c.c. Inoltre, l'espressa esclusione della competenza assembleare pare dunque confermare che non ci si trovi davanti ad un vero diritto all'utile, poiché tale situazione non potrebbe prescindere da una formale delibera dei soci di approvazione del bilancio ed eventualmente di distribuzione dell'utile stesso. Infatti, nel silenzio della nuova disciplina, deve intendersi che il profilo della competenza all'emissione rimanga invariato e che, pertanto, anche con riferimento a tali obbligazioni, essa spetti all'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2410 c.c. Le suddette considerazioni appaiono, quindi, assolutamente incompatibili con una diversa ricostruzione che volesse intendere la partecipazione all'utile "in senso proprio" e con ciò attribuire cioè un diretto concorso agli utili con i soci della società emittente⁴²⁴.

Tuttavia occorre segnalare che lo stesso articolo contiene anche alcune previsioni che appaiono in contraddizione con quanto finora sostenuto.

⁴²⁴ Al riguardo giova sottolineare che la dottrina pre-riforma che ammetteva la configurabilità teorica di obbligazioni partecipative in senso proprio, invocava per esse una disciplina di natura "societaria" e una fonte necessariamente statutaria. Cfr. MIGNOLI, *La "partecipazioni agli utili" nelle società di capitali*, cit., p. 176.

In particolare il comma 24 dell'art. 32 contiene alcune previsioni di carattere contabile e fiscale relativamente alla componente variabile della remunerazione. Nello specifico si legge che «qualora l'emissione con clausole partecipative contempli anche la clausola di subordinazione e comporti il vincolo di non ridurre il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile dell'esercizio, la componente variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente, rappresenta un costo e, ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi, è computata in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza, a condizione che il corrispettivo non sia costituito esclusivamente da tale componente variabile. Ad ogni effetto di legge, gli utili netti annuali si considerano depurati da detta somma».

Al riguardo alcuni Autori hanno sostenuto che, se il legislatore ha sentito l'esigenza di prevedere un simile trattamento contabile e fiscale, ciò vuol dire che tale remunerazione di per sé non avrebbe altrimenti potuto beneficiare di quel trattamento fiscale (così come, invece, normalmente avviene per ogni componente di costo qualificabile come "interesse" di natura finanziaria)⁴²⁵. In altre parole tale formulazione rappresenterebbe una deroga all'art. 109, comma 9, T.U.I.R.⁴²⁶ ai sensi del quale tale remunerazione sarebbe stata assoggettata al trattamento previsto per gli utili.

Ad una prima lettura della norma, inizialmente, non ho ritenuto condivisibile l'interpretazione appena richiamata, la quale appariva andare oltre le intenzioni del legislatore. Più semplicemente sarebbe possibile ritenere che la norma in esame abbia, al contrario, portata chiarificatrice e non derogatoria. In questo senso tale specificazione, per quanto superflua poiché già scontata – in base alla natura di interesse convenzionale della remunerazione anche nella sua parte variabile – potrebbe comunque ritenersi opportuna dati i margini di opinabilità sui confini della fattispecie partecipativa.

⁴²⁵ In questo senso GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., p. 107 ss.

⁴²⁶ Tale disposizione prevede che «Non è deducibile ogni tipo di remunerazione dovuta:

- a) su titoli, strumenti finanziari comunque denominati, di cui all'articolo 44, per la quota di essa che direttamente o indirettamente comporti la partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o dell'affare in relazione al quale gli strumenti finanziari sono stati emessi;
- b) relativamente ai contratti di associazione in partecipazione ed a quelli di cui all'articolo 2554 del codice civile allorché sia previsto un apporto diverso da quello di opere e servizi.

Da questo punto di vista, quindi, la norma in esame sembrerebbe ribadire e confermare quanto finora sostenuto, ovvero la natura di interesse della parte variabile del corrispettivo e, dunque, di costo per la società emittente⁴²⁷. Tuttavia, come avrò modo di chiarire tra poco, dalla lettura della norma in un secondo momento, tale interpretazione non sembra più essere totalmente convincente.

Alcuni recenti commentatori hanno inoltre sostenuto che il trattamento contabile e fiscale “di favore” di cui al comma 24 possa riconoscersi solo alle obbligazioni subordinate e partecipative “rafforzate” ovvero quelle obbligazioni contenenti sia la clausola di subordinazione che quella di partecipazione⁴²⁸. Sotto questo profilo la finalità della norma sarebbe completamente snaturata, poiché il trattamento agevolativo di deroga all’art. 109, comma 9, T.U.I.R. dovrebbe potersi ritenere applicabile non soltanto a quelle obbligazioni che presentino i requisiti ivi indicati, ma semmai soprattutto a quelle che non contengono tali requisiti. Se infatti, la finalità del comma 24 sarebbe quella di prevedere un trattamento contabile agevolativo per una remunerazione che da un punto di vista economico presenti forti indici di similitudine con l’*equity* (trattandola ciononostante come componente di costo), tale trattamento dovrebbe valere a maggior ragione per tutte quelle forme di remunerazione che presentino un minor grado di similitudine con il capitale sociale e le riserve di patrimonio netto. In definitiva pare difficile concludere nel senso che il medesimo trattamento contabile non si applichi, ad esempio, ad una obbligazione partecipativa e subordinata che però non preveda il vincolo alla riduzione del capitale sociale.

Tuttavia neanche questa seconda ricostruzione appare totalmente corretta nel momento in cui si legge il successivo comma 24-*bis* introdotto dall’art. 36, comma 3, lettera g), della legge n. 221 del 2012, in base al quale «La disposizione di cui al comma 24 si applica solamente ai titoli sottoscritti dagli investitori indicati nel comma 8». Sembra evidente che se tale disposizione fosse applicabile esclusivamente allorquando le obbligazioni partecipative siano sottoscritte da investitori qualificati ai sensi dell’articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico dell’Intermediazione Bancaria), nel caso in cui esse non siano sottoscritte da tali soggetti si dovrebbe applicare una disciplina contabile e fiscale diversa – ovvero quella

⁴²⁷ In questo senso, CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit., p. 194.

⁴²⁸ CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit., p. 186, ed in particolare, nota (13).

di cui all'art. 109, comma 9, T.U.I.R. – confermando così la prima chiave di lettura della norma, come sopra ricordata.

Infine ulteriori elementi di problematicità nella ricostruzione della definizione di “partecipazione agli utili” si pongono in essere in relazione al comma 25 dell'art. 32, il quale prevede che alla parte variabile del corrispettivo non si applichino le norme in tema di usura⁴²⁹. Anche tale statuizione si pone in contrasto con la ricostruzione che qualifica come “interesse in senso stretto” la parte variabile del corrispettivo, seppur commisurata al risultato economico dell'impresa emittente. Una simile previsione si potrebbe legittimare solamente se si intendesse tale componente quale remunerazione dovuta in termini di partecipazione agli utili “in senso proprio”. In alternativa si dovrebbe ritenere che il legislatore, pur considerando tale remunerazione quale partecipazione “in senso improprio” – ossia come interesse e non come diritto all'utile – abbia voluto introdurre un trattamento di particolare favore per tali obbligazioni, trattamento non previsto nel nostro ordinamento per altre fattispecie similari aventi natura di finanziamento, nemmeno con riferimento agli strumenti finanziari obbligazionari, in cui addirittura il rimborso del capitale è condizionato dall'andamento economico della società.

Proseguendo nell'esame dell'art. 32 del Decreto Sviluppo in termini di disciplina applicabile alle obbligazioni partecipative emesse da società non quotate, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, occorre osservare che la norma pone ulteriori norme di dettaglio con riferimento alla parte variabile del corrispettivo. In particolare il comma 21 stabilisce che la somma rappresentativa della parte variabile deve essere «proporzionale al rapporto tra il valore nominale delle obbligazioni partecipative e la somma del capitale sociale, aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, e del medesimo valore delle predette obbligazioni».

Infine merita ricordare che il legislatore ha voluto chiarire, anche se agli occhi di chi scrive appariva già pacifico e non necessitava di una espressa statuizione al riguardo, che «la variabilità del corrispettivo riguarda la remunerazione dell'investimento e non si applica al diritto di rimborso in linea capitale dell'emissione»⁴³⁰.

⁴²⁹ Il comma 25 dell'art. 32 del Decreto Sviluppo recita che: «La parte variabile del corrispettivo non è soggetta alla legge del 7 marzo 1996, n. 108».

⁴³⁰ Così comma 23 dell'art. 32 del Decreto Sviluppo.

In definitiva, quindi, seppur con tutte le perplessità sopra ricordate in termini di “partecipatività” di tali strumenti, si tratterebbe pur sempre di un’obbligazione e non di uno strumento finanziario obbligazionario *ex art. 2411*, terzo comma, c.c.

In conclusione, per quanto concerne la “nuova” disciplina in tema di obbligazioni partecipative, credo che ad oggi restino aperti forti dubbi avanzati da parte della dottrina, come sopra richiamati in tema di partecipazione agli utili. Tuttavia – seppur l’interpretazione che vede nelle intenzioni della novella una volontà “tipizzatrice” di natura civilistica, finalizzata a dare cittadinanza nel nostro ordinamento a fattispecie obbligazionarie non ritenute ammissibili a seguito della riforma del 2003, non appare completamente infondata date le ambiguità presenti nella formulazione della nuova norma, come sopra esposte – una simile conclusione andrebbe a stravolgere completamente l’attuale coerenza del sistema previsto dalla riforma del 2003 nella distinzione tra azioni e strumenti finanziari partecipativi, da una parte, e obbligazioni e strumenti finanziari obbligazionari, dall’altra, o per meglio dire, tra titoli rappresentativi di capitale (e patrimonio netto) e titoli di debito (espressione di un rapporto di mutuo). Pertanto, seppur non escludibile a priori, una siffatta interpretazione meriterebbe quantomeno una presa di posizione più esplicita da parte del legislatore, in particolar modo con riferimento al significato da attribuire all’espressione “partecipazione agli utili” dell’impresa.

4. Le novità nel trattamento fiscale dei c.d. “minibond”: alcune riflessioni circa il coordinamento rispetto alla disciplina civilistica

Come già anticipato nelle pagine che precedono le principali novità introdotte dal Decreto Sviluppo, così come successivamente modificato, possono rintracciarsi con riferimento alla disciplina fiscale dei c.d. *minibond*. Seppur senza alcuna pretesa di esaustività – ma solamente al fine di fornire un quadro più completo di tale intervento normativo – appare necessario ricordare in questa sede le modifiche più salienti previste dal Decreto Sviluppo in relazione al trattamento contabile di tali strumenti.

In sintesi con specifico riferimento ai soli titoli obbligazionari⁴³¹ si può osservare che le disposizioni del Decreto Sviluppo prevedono una disciplina di favore, particolarmente incentivante sia per l'emittente che per il sottoscrittore del titolo.

Per quanto riguarda l'emittente, il comma 8 dell'art. 32 prevede che, in tema di deducibilità dal reddito d'impresa degli interessi passivi corrisposti agli investitori con riferimento alle cambiali finanziarie, alle obbligazioni e ai titoli simili emessi a partire dalla data di entrata in vigore del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, le disposizioni di cui all'art. 3, comma 115, l. n. 549/1995⁴³² non si applichino alle cambiali finanziarie nonché alle obbligazioni e titoli simili emessi da società non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, a condizione che: (i) tali cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi della Unione europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-*bis* del T.U.I.R., ovvero, (ii) nel caso in cui tali cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili non siano quotati, a condizione che (a) siano detenuti da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, (b) i quali che non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del due per cento del capitale o del patrimonio della società

⁴³¹ Ricordiamo infatti che il Decreto Sviluppo è intervenuto in maniera significativa anche sul trattamento civilistico e fiscale delle cambiali finanziarie. Al riguardo si veda la analisi fornita da BRIOLINI, *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Le nuove leggi civili commentate*, n. 5/2013, 895 e ss.

⁴³² Tale articolo disciplina il regime ordinario di deducibilità degli interessi passivi prevedendo che i titoli emessi da società o enti, diversi dalle banche e dalle società di cui all'articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163 (*i.e.* società di progetto ai sensi del Codice degli Appalti), il cui capitale è rappresentato da azioni non negoziate in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo che sono inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis, comma 1, del TUIR, ovvero da quote di società a responsabilità limitata, gli interessi passivi sono deducibili a condizione che, al momento di emissione, il tasso di rendimento effettivo non sia superiore: a) al doppio del tasso ufficiale di riferimento (come definito dalla Banca Centrale Europea) per le obbligazioni ed i titoli simili negoziati in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo che sono inclusi nella lista di cui al citato decreto, o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione; b) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, delle obbligazioni e dei titoli simili diversi dai precedenti. Qualora il tasso di rendimento effettivo all'emissione superi i limiti di cui al periodo precedente, gli interessi passivi eccedenti l'importo derivante dall'applicazione dei predetti tassi sono ineducibili dal reddito di impresa.

emittente e (c) sempreché il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

In buona sostanza l'ambito di applicazione della disciplina di favore è limitato, sotto il profilo soggettivo, alle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili emessi dalle società non quotate, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, a condizione che tali titoli siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione in paesi c.d. *White List* oppure siano detenuti da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del T.U.F. residenti in Italia o in paesi *White List*, che non detengano, direttamente o indirettamente, più del due per cento del capitale o del patrimonio della società emittente. Laddove siano rispettati tutti i requisiti previsti dalla norma, tali titoli beneficeranno dello stesso regime fiscale fino ad oggi applicabile esclusivamente con riferimento ai titoli emessi da banche e da società quotate (cc.dd. "grandi emittenti") di cui all'art. 96 del T.U.I.R.⁴³³.

Passando ad esaminare le novità introdotte al trattamento fiscale sotto la prospettiva dell'investitore, occorre anzitutto segnalare che il comma 9 dell'art. 32⁴³⁴ ha provveduto ad estendere il trattamento fiscale finora previsto solamente per i titoli obbligazionari emessi dai cc.dd. "grandi emittenti" (che, come ricordato poc'anzi, sono sostanzialmente le banche e le società quotate) disciplinato dal d.lgs. n. 239/1996, anche agli interessi ed altri proventi delle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del T.U.I.R., seppur emessi da società diverse da banche e da società per azioni con azioni negoziate nei medesimi mercati.

⁴³³ Gli interessi passivi e gli oneri assimilati saranno quindi deducibili fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati, mentre l'eccedenza sarà deducibile nel limite del 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica.

⁴³⁴ Tale comma recita testualmente che «Nell'articolo 1 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, il comma 1 è sostituito dal seguente: "1. La ritenuta del 20 per cento di cui al comma 1 dell'articolo 26 del d.P.R. 29 settembre 1973, n. 600, non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli simili, e delle cambiali finanziarie, emesse da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, e da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizione di legge, nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli simili, e delle cambiali finanziarie negoziate nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emessi da società diverse dalle prime"».

In tali ipotesi non si applicherà quindi la ritenuta del venti per cento di cui all' art. 26, comma 1, del d.P.R. n. 600/1973 sugli interessi ed altri proventi delle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari. In aggiunta, l'art. 12, comma 5, della l. n. 9/2014 (c.d. Decreto Destinazione Italia) ha previsto, mediante l'inserimento del comma 9-bis all'art. 32 del Decreto Sviluppo, un'estensione ulteriore di tale trattamento di favore anche agli interessi e agli altri proventi delle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari, corrisposti a organismi di investimento collettivo in valori mobiliari le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del T.U.F. e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali obbligazioni, titoli o cambiali finanziarie.

Inoltre, sempre a beneficio dei sottoscrittori dei titoli, il successivo comma 13 rende deducibili per gli investitori le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli similari di cui all'art. 1, comma 1, d.lgs. n. 239/1996, nell'esercizio in cui tali spese sono sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.

Infine il Decreto Destinazione Italia ha introdotto ulteriori misure incentivanti a sostegno di quanto già statuito dal Decreto Sviluppo, cercando di colmare le lacune lasciate da quest'ultimo. In particolare tra le novità previste in tema di *minibond* si segnalano: (i) l'introduzione nel d.P.R. n. 601/73 dell'art. 20-*bis* dell'applicabilità, su base opzionale, della c.d. imposta sostitutiva (pari allo 0,25% delle ammontare dei titoli collocati) – prima adottabile esclusivamente per i finanziamenti bancari di medio-lungo termine (superiori a 18 mesi) – anche alle operazioni di finanziamento strutturate come emissioni di obbligazioni o titoli similari e alle relative garanzie prestate nonché alle eventuali surroghe, sostituzioni, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali; e (ii) la possibilità di garantire emissioni obbligazionarie o di titoli similari mediante il privilegio speciale su beni mobili *ex art. 46 T.U.B.*, finora applicabile solamente a garanzia di finanziamenti bancari a medio-lungo termine.

In primo luogo occorre osservare che la disciplina fiscale qui richiamata fa riferimento non solamente alle obbligazioni ma anche ai “titoli similari” (oltre che alle cambiali finanziarie). Pertanto è da ritenersi che tali disposizioni possano essere applicabili, in quanto compatibili, anche agli strumenti finanziari obbligazionari, dal momento che essi

sono considerabili a tutti gli effetti “titoli similari” alle obbligazioni, di cui ne ricalcano anche la disciplina ai sensi dell’art. 2411, terzo comma, c.c.

Alla luce del quadro complessivo sinora esposto si può facilmente osservare come l’ambito di applicazione della disciplina civilistica esaminata nei precedenti paragrafi (che già di per sé non brilla per chiarezza e semplicità) non appare speculare a quello previsto dalla disciplina fiscale, comportando in questo modo, non solamente un significativo sforzo ermeneutico da parte dell’interprete – e soprattutto, da parte degli operatori in sede di applicazione – ma anche delle rilevanti conseguenze in termini di coerenza di sistema.

Al riguardo, in modo estremamente sintetico, si può riassumere che (i) la deroga ai limiti quantitativi di cui all’art. 2412, primo comma, c.c. sia applica a tutte le società non quotate (quindi anche alle banche e alle micro-imprese) purché i titoli siano destinati alla negoziazione; (ii) la disciplina prevista per le obbligazioni subordinate e partecipative si applica solamente ai titoli emessi da società non quotate diverse dalle banche e dalle micro-imprese (anche se tali titoli non siano destinati alla negoziazione); (iii) la disciplina fiscale in tema di deducibilità degli interessi passivi si applica anche ai titoli emessi da società non quotate diverse dalle banche e dalle micro-imprese, purché essi siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione in paesi c.d. *White List* (oppure siano detenuti da investitori qualificati residenti in Italia o in paesi *White List*, che non detengano, direttamente o indirettamente, più del due per cento del capitale o del patrimonio della società emittente), e (iv) la non applicazione della ritenuta alla fonte del 20% viene estesa anche ai titoli negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di Stati cd. *White List* (anche se emessi da società diverse dalle banche e dalle società quotate).

Naturalmente una simile confusione ha generato non pochi dubbi interpretativi tra i primissimi commentatori della novella in esame.

In base ad prima ricostruzione⁴³⁵, passata tuttavia inosservata e talora ripresa in modo critico da alcuni autori, le norme in tema di obbligazioni subordinate e/o partecipative avrebbero portata generale e, pertanto, l’intervento normativo andrebbe ad individuare le caratteristiche civilistiche che i suddetti titoli dovrebbero possedere ai fini della loro qualificazione giuridica come vere e proprie obbligazioni. Tale ricostruzione desta

⁴³⁵ Cfr. Circolare dell’Agenzia delle Entrate, n. 4/E del 6 marzo 2013.

numerose perplessità, sia in relazione allo spirito della norma – poiché l’obiettivo del legislatore sembrerebbe quello di incentivare l’utilizzo di tali strumenti, anche mediante un’agevolazione fiscale, e non invece quello di circoscrivere e di limitare la portata civilistica generale della disciplina in tema di obbligazioni – sia sotto un profilo squisitamente sistematico perché porterebbe all’assurda conseguenza che ogni obbligazione subordinata e/o partecipativa che non rispondesse ai requisiti posti dalla norma in esame non potrebbe più qualificarsi come tale e dovrebbe quindi ritenersi illegittima⁴³⁶. Così, ad esempio, dovrebbe (paradossalmente) concludersi che le obbligazioni subordinate e/o partecipative potrebbero essere emesse esclusivamente da società non quotate (e non invece da quelle non quotate), oppure che un’obbligazione che prevedesse una clausola di partecipazione ai sensi della quale la parte fissa del corrispettivo sia inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento pro-tempore vigente (in maniera non conforme a quanto previsto dal comma 21 dell’art. 32) non potrebbe più qualificarsi civilisticamente come un’obbligazione partecipativa o, ancora, che laddove fosse emessa un’obbligazione subordinata con una durata inferiore a 36 mesi, come tale non potrebbe essere ritenuta legittima. Appare superfluo, credo, aggiungere ogni ulteriore commento sulla discutibilità, *ictu oculi*, di tale interpretazione.

Una diversa ricostruzione, meno problematica, è stata invece fornita dalla Circolare Assonime n. 39 del 16 dicembre 2013 (già più volte menzionata) secondo la quale «si potrebbe infatti sostenere che queste società [i.e. le società non quotate] possono ora emettere obbligazioni partecipative solo nella forma prevista dal decreto legge n. 83/2012. Questa conclusione non appare condivisibile perché le previsioni contenute nel decreto legge n. 83/2012 hanno quale specifico intento quello di favorire il finanziamento delle imprese ampliando le opportunità di investimento. Esse devono quindi essere interpretate nel senso che allargano quanto già previsto nell’ordinamento. Le società non quotate, diverse da banche e microimprese, possono quindi emettere obbligazioni partecipanti tanto in base alle previsioni del codice civile quanto in base alle indicazioni del decreto legge n. 83/2012». Anche tale ricostruzione, seppur non totalmente impropria, non appare completamente condivisibile nella parte in cui si enfatizza la portata estensiva della norma.

⁴³⁶ In questo senso si veda CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit., p. 188.

In realtà, nell'ottica esposta in questo lavoro, la norma in esame non pare tanto ampliare, ma semmai limitare, l'autonomia negoziale fino ad oggi consentita dal codice civile.

A tale riguardo altra parte di recentissima dottrina⁴³⁷ approda ad una soluzione ermeneutica completamente diversa secondo la quale la finalità della norma dovrebbe essere quella di una tipizzazione di portata esclusivamente fiscale. Tuttavia, anche sotto un profilo meramente fiscale, la ricostruzione del quadro complessivo che ne emerge appare tutt'altro che lineare. Aderendo a tale impostazione si dovrebbe dunque concludere che potrebbero beneficiare delle agevolazioni fiscali solo quelle obbligazioni che – anche solo ai fini dell'art. 32 – possono qualificarsi come tali, ovvero: «(i) obbligazioni subordinate e partecipative (ma solo se emesse da società non quotate e di durata uguale o superiore a 36 mesi e la cui clausola di partecipazione e di subordinazione sia in linea con i contenuti *standard* di cui ai commi da 20 a 23; (ii) obbligazioni subordinate “partecipative rafforzate” (e cioè con clausola di subordinazione e partecipazione in linea con i criteri *standard* di cui ai commi da 20 a 23 a cui si aggiunga un vincolo di non riduzione del capitale nei termini specificati al comma 24 e purché sempre emesse da società non quotate, con durata uguale o superiore a 36 mesi e laddove l'elemento variabile sia solo una delle componenti della remunerazione); (iii) e (forse) anche obbligazioni solo subordinate o solo partecipative, purché però la clausola relativa sia in linea con i contenuti *standard* di cui ai commi da 20 a 23?»⁴³⁸. In estrema sintesi tale interpretazione ritiene, quindi, che la norma in esame abbia voluto – o quanto meno abbia avuto l'effetto di – limitare l'applicazione del regime fiscale “agevolativo” da essa previsto solamente a quelle obbligazioni subordinate e/o partecipative o “partecipative rafforzate” che rispettino i requisiti individuati dalla norma stessa, senza che però ciò escluda che le società per azioni possano emettere altre tipologie di obbligazioni che non riflettano le caratteristiche previste dal Decreto Sviluppo (fermo restando che a tali obbligazioni non si potrà applicare la normativa fiscale di favore in esso contenuta).

Tale ricostruzione appare, agli occhi di scrive, estremamente fuorviante. Il principale errore dell'impostazione appena richiamata risiede infatti nel tentativo di voler fondere

⁴³⁷ Cfr. CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit., p. 188.

⁴³⁸ Così CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit., p. 188.

in un unico ambito di applicazione la disciplina fiscale e quella civilistica. Al contrario, invece, anche se le disposizioni in esame appaiono, per così dire, “mescolate” in maniera alquanto confusionaria all’interno del medesimo art. 32 del Decreto Sviluppo, non sembra siano ravvisabili nella norma elementi che subordinino l’applicazione della disciplina fiscale alle disposizioni in tema di obbligazioni partecipative e/o subordinate, che peraltro, non vengono in alcun modo menzionate o richiamate nei commi aventi ad oggetto la disciplina fiscale. Come ricordato nelle pagine che precedono, è invece da ritenersi che il trattamento fiscale in tema di deducibilità degli interessi passivi si applichi anche ai titoli emessi da società non quotate diverse dalle banche e dalle micro-imprese, purché essi siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione in paesi c.d. *White List*⁴³⁹, e che le agevolazioni previste per l’investitore, *in primis* l’eliminazione della ritenuta alla fonte del venti per cento, siano estese ai titoli obbligazionari e titoli similari negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di Stati cd. *White List* anche se emessi da società diverse dalle banche e dalle società quotate. D’altro canto, invece, le norme civilistiche previste dal Decreto Sviluppo in tema di deroga ai limiti quantitativi all’emissione nonché in relazione alle obbligazioni partecipative e/o subordinate, mantengono un ambito applicativo separato ed autonomo (anche tra di loro stesse), diverso da quello previsto per il trattamento fiscale⁴⁴⁰.

5. Alcune considerazioni conclusive: un bilancio delle recenti modifiche

Alla luce delle considerazioni esposte sinora in relazione alle principali novità introdotte dal Decreto Sviluppo in tema di obbligazioni e titoli similari, si può in definitiva constatare come il risultato finale non appare essere completamente in linea

⁴³⁹ Oppure, laddove non negoziati, siano detenuti da investitori qualificati residenti in Italia o in paesi *White List*, che non detengano, direttamente o indirettamente, più del due per cento del capitale o del patrimonio della società emittente.

⁴⁴⁰ In particolare quindi la deroga ai limiti quantitativi di cui all’art. 2412, primo comma, c.c. si applicherà a tutte le società non quotate (quindi anche alle banche e alle micro-imprese) purché i titoli siano destinati alla negoziazione, mentre la disciplina prevista per le obbligazioni subordinate e partecipative si applicherà solamente ai titoli emessi da società non quotate diverse dalle banche e dalle micro-imprese (ma anche se tali titoli non siano destinati alla negoziazione).

con gli obiettivi dichiarati nella Relazione Illustrativa che accompagna tale decreto⁴⁴¹ che, per assurdo, finirebbe invece col restringere notevolmente gli spazi di autonomia negoziale finora lasciati aperti dalla riforma del 2003. A tale riguardo si potrebbe addirittura sostenere che, con riferimento alla disciplina in tema di obbligazioni partecipative e/o subordinate, l'introduzione di una normativa di dettaglio per l'emissione di obbligazioni subordinate e/o partecipative per le società non quotate diverse dalle banche e dalle micro-imprese, comporterebbe al tempo stesso un meccanismo di differenziazione tra obbligazioni emesse da società quotate e quelle emessa da società non quotate, meccanismo che appare essere oltremodo discriminatorio e non incentivante per le seconde.

Inoltre, come ricordato nel precedente paragrafo, la segmentazione e la scomposizione normativa fra gli ambiti di applicazione della disciplina civilistica e fiscale (nonché all'interno delle stesse discipline) comporterebbe anche delle evidenti ricadute in termini di certezza del diritto, dovendo andare di volta in volta in volta a verificare l'ambito di applicazione e i requisiti previsti dalla norma *de qua*.

D'altro canto laddove si volesse invece leggere una volontà innovatrice nella (a volte) infelice formulazione dell'art. 32, mediante l'introduzione di fattispecie obbligazionarie non ritenute ammissibili dal nostro ordinamento a seguito della riforma del 2003, quali le obbligazioni con "clausole di partecipazione agli utili dell'impresa", la disciplina contenuta nel medesimo articolo apparirebbe ad ogni modo lacunosa e incerta, caratteristiche che non si dovrebbero riscontrare allorquando si voglia introdurre una nuova e distinta fattispecie (in questo caso uno strumento finanziario ibrido) non attualmente contemplato nel nostro ordinamento societario.

In ogni caso, laddove il legislatore confermasse tale interpretazione, ovvero quella secondo la quale il Decreto Sviluppo avrebbe introdotto nel nostro ordinamento un nuovo strumento finanziario ibrido, ciò sovvertirebbe completamente non solo la tradizionale dicotomia tra azione e obbligazione ma anche il principio di correlazione

⁴⁴¹ Nella Relazione Illustrativa che accompagna il d.lgs. 83/2012, con riferimento all'art. 32 si può leggere che «L'obiettivo del provvedimento è allineare le opportunità finanziarie del sistema nazionale a quelle offerte dai più avanzati sistemi industriali e finanziari europei. L'introduzione della nuova regolamentazione Basilea III determina un prolungato periodo di razionamento del credito all'economia. Il mutamento delle regole di "welfare", con il passaggio a sistemi previdenziali contributivi, preme per un aumento strutturale della propensione al risparmio a fini pensionistici integrativi, con domanda d'investimento correlata. Con le seguenti norme si mira ad aprire un circuito d'intermediazione diretto tra risparmio ed investimento, per indirizzare stabilmente parte delle risorse raccolte a lungo termine (previdenza, accumulazione, investimento) verso il sistema produttivo delle PMI nazionali».

tra rischio e potere. Inoltre occorrerebbe comprendere non solamente la disciplina ad applicabile a tali strumenti ma anche la loro allocazione contabile nel bilancio dell'emittente.

Certamente però bisogna riconoscere che le agevolazioni fiscali introdotte dal Decreto Sviluppo appaiono essere opportunamente mirate allo scopo a cui essere sono destinate e, quindi, particolarmente incentivanti.

Quanto poi ai risultati pratici e gli esiti che tale novella avrà nell'attuale sistema del mercato finanziario del nostro Paese, appare ancora troppo prematuro avanzare, allo stato, delle fondate considerazioni al riguardo. Ad oggi ci si può solamente limitare a constatare quelle che sono state le prime risposte da parte operatori del sistema.

In particolare si può osservare come Borsa Italiana S.p.A. ha recentemente introdotto (l'11 febbraio del 2013) il nuovo segmento denominato ExtraMOT, ovvero un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) destinato agli strumenti obbligazionari, cambiali finanziarie e c.d. *project bond*. Come si legge nelle presentazioni ufficiali di Borsa Italiana, il nuovo segmento è nato per offrire alle piccole-medie imprese un mercato nazionale flessibile, economico ed efficiente in cui cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal Decreto Sviluppo.

Il mercato ExtraMOT è operato sulla piattaforma Tradelect con caratteristiche microstrutturali analoghe a quelle del mercato regolamentato MOT⁴⁴².

Il listino del nuovo MTF include obbligazioni e altri titoli di debito già ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato dell'Unione Europea ammessi alle negoziazioni su iniziativa di Borsa Italiana o su richiesta di un operatore. Il regolamento prevede inoltre la possibilità di ammettere alle negoziazioni titoli di Stato esteri e, a partire dal 9 maggio 2011, obbligazioni bancarie non quotate su domanda dell'emittente o di un operatore da esso incaricato.

Il segmento ExtraMOT PRO (ovvero un sotto-segmento accessibile solo a clienti professionali, intesi come i soggetti che rientrano nella definizione di clienti professionali ai sensi della Direttiva MIFID 2004/39/CE, allegato II, parte 1 e 2) consente all'emittente di procedere alla quotazione a fronte di requisiti *pre* e *post* ammissione molto semplificati rispetto ai mercati regolamentati ad oggi esistenti. In particolare nel novero dei requisiti per l'ammissione rientrano (i) la pubblicazione del

⁴⁴² Maggiori informazioni sono reperibili sul sito di Borsa Italiana S.p.A. al seguente link <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/extramot/extramot.htm>

bilancio degli ultimi due esercizi annuali di cui l'ultimo sottoposto a revisione legale e (ii) la pubblicazione di uno dei seguenti documenti in via alternativa: la disponibilità di un documento informativo redatto dall'emittente secondo le linee guida di cui al Regolamento ExtraMOT, oppure la pubblicazione di un prospetto ai sensi del Regolamento Europeo n. 809/2004, come successivamente modificato, o ancora la presentazione di un documento d'offerta di cui all'articolo 102 del Testo Unico della Finanza. Nel novero dei requisiti post ammissione rientrano, tra i vari obblighi informativi, la pubblicazione da parte dell'emittente del bilancio sottoposto a revisione legale non più tardi di sei mesi dalla conclusione dell'esercizio di riferimento nonché, laddove l'emittente o la singola emissione siano stati oggetto di *rating* pubblico, la comunicazione al mercato di tale *rating* e di ogni sua eventuale successiva variazione.

Meritano inoltre di attenzione alcune interessanti iniziative intraprese da banche e fondi di investimento finalizzate ad incentivare l'utilizzo degli strumenti obbligazionari da parte delle piccole e medie imprese, quali, ad esempio, il fondo nato dalla collaborazione tra Finanziaria Internazionale SGR (Finint) e il gruppo Montepaschi, che investe in *minibond* con un taglio compreso tra i 2 e i 5 milioni di euro emessi da PMI orientate verso i mercati esteri, oppure il fondo creato da Anthilia Capital Partners e Banca Akros che conta già su una disponibilità effettiva di 100 milioni di euro (progetto che in realtà nato grazie al supporto ed alla partnership di 7 tra le principali banche regionali italiane), nonché il fondo supportato da Banca Popolare di Vicenza.

Tuttavia le risposte del mercato appaiono ancora deboli, seppur in crescita negli ultimi mesi. In particolare si segnalano finora 32 emissioni (incluse le cambiali finanziarie) effettuate sul segmento ExtraMOT PRO. Di queste sono circa 20 quelle al di sotto dei 50 milioni⁴⁴³ (di cui solamente 11 nel primo anno dall'entrata in vigore del Decreto Sviluppo e 9 quelle avvenute negli ultimi mesi). Numeri ancora troppo piccoli rispetto al potenziale di 35 mila imprese che secondo Cerved Group potrebbero essere interessate. Ad oggi quindi il nostro sistema resta profondamente "bancocentrico", con il 90% del credito ancora rappresentato da finanziamenti bancari⁴⁴⁴.

In definitiva, il principale ostacolo al decollo dei prestiti obbligazionari emessi da parte di piccole-medie imprese resta ancora, sul fronte della domanda, l'assenza di un

⁴⁴³ Dati reperibili sul sito del mercato ExtraMOT Pro al seguente link: <http://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/extramot/lista.html>.

⁴⁴⁴ Fonte "Il Sole 24 ore" del 17 febbraio 2014.

mercato di investitori italiani, come fondi pensione, SGR e SICAV, abbastanza maturo e sviluppato, nonché lo scarso interesse manifestato da parte di investitori istituzionali esteri ad investire su piccole imprese poco conosciute al di fuori del mercato italiano. In questo contesto le incertezze normative ancora esistenti, ricordate nel corso di questo capitolo, e la mancanza allo stato attuale di *standard* contrattuali che semplifichino gli adempimenti richiesti e velocizzino i tempi per la strutturazione e l'ammissione alla quotazione, sembrano rallentare la crescita (o forse, per meglio dire, la nascita) di un vero mercato obbligazionario per le piccole-medie imprese italiane. Ai posteri l'ardua sentenza di giudicare se i *minibond* raggiungeranno il successo sperato.

Bibliografia

AA. VV., Gruppo di Studio e attenzione dell'accademia italiana di economia aziendale, *L'analisi degli effetti sul bilancio dell'introduzione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, vol. II, Roma, 2007.

ABRIANI, *Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi. Introduzione*, in AA.VV., *Il Nuovo diritto societario*, Torino, 2004, I.

ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994.

ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I.

ABRIANI, *sub art. 2348*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da COTTINO – BONFANTE – CAGNASSO - MONTALENTI, Bologna, 2004.

ALBERTINAZZI, *Sostanza e forma nel bilancio di esercizio*, Milano 2002.

ALLEGRI, *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. impr.*, 2004.

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003.

ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il Nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Milano, 2003.

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Sesta edizione, Torino 2012.

ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca e borsa*, 1952, I.

ASCARELLI, *Saggi di diritto commerciale*, Milano 1955.

AUDINO, *Commento sub art. 2411*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005.

AUDINO, *sub. artt. 2410-2414-bis*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico*, a cura di MAFFEI ALBERTI, II, Padova, 2005.

AUTUORI, *sub art. 2415-2420 c.c., Organizzazione degli Obbligazionisti*, in *Obbligazioni Bilancio*, a cura di NOTARI-BIANCHI, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, 2006.

AZZALLI, *L'informativa di bilancio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, Torino, 2005.

BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milano, 2009.

BALZARINI, *Principi di redazione del bilancio, Commento agli artt. 2423-2423-bis) c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di NOTARI, BIANCHI, Milano, 2006.

BARBERO, *Sistema istituzionale del diritto privato italiano*, I, Torino, 1958.

BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito: fra divieto di patto leonino e principio di corresponsività*, Milano, 2004.

BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *The response to the financial crisis: report to the G20*, 19 ottobre 2010 e *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*, versione originale del 16 dicembre 2010 successivamente revisionata il 1 giugno 2011, in www.bis.org/bcbs/publications.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Report to G20 Leaders on monitoring implementation of Basel III regulatory framework*, del 27 agosto 2013 in www.bis.org/bcbs/publications.

BIANCA, *Diritto civile*, III, *Il contratto*, Milano, 2000.

BOMPANI - CATELANI, *Project Bond & Commercial Paper*, Milano, 2012.

BONELLI, *Crisi di imprese: casi e materiali*, Milano, 2011.

BONFATTI, *Strumenti "ibridi" di patrimonializzazione, prestiti subordinati e crisi dell'impresa bancaria*, in AA. VV., *L'innovazione finanziaria*, Milano, 2003.

BONNEAU, *L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réform des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales. Son application dans le temps*, in *Droit des sociétés*, 2004.

BONNEAU, *Valeurs mobilières composées*, in *Sociétés Traité*, 9, *Titres. Bourses. Marchés*, *Juris Classeur*, Paris, 2005.

BONNEAU – DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, 2010.

BOUGNON, *Titres participatifs*, in *Sociétés Traité*, *Juris Classeur*, Paris, 2002.

BRANCADORO, *Art. 2415 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES, II, Napoli, 2004.

BRIOLINI, *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Le nuove leggi civili commentate*, n. 5/2013.

BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Milano, 2011.

BURGESS, *Corporate Finance Law*, London, 1985.

BUSANI - SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le Società*, 2011, 8.

BUSANI-SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Le Società*, 2012, XI.

BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I.

BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir., comm.*, 1988.

BUSSOLETTI e DE BIASI, *sub. art. 2343-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, vol. II.

CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006.

CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO-PORTALE, V, Torino, 1988.

CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, A.A. V.V., a cura di PORTALE, Milano, 1983.

CAMPOBASSO, *Emissione di prestito obbligazionario indicizzato in linea capitale da parte di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1983, II.

CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico del diritto privato italiano*, Napoli, 1956.

CARNELUTTI, *Teoria giuridica della circolazione*, Padova, 1933.

CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Le Società*, 2014, II.

CAVALLO-BORGIA, *Della società per azioni, IV, Delle obbligazioni. Art. 2410-2420-ter*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di GALGANO, Bologna, 2005.

CHIOMENTI, *Titoli obbligazionari c.d. "bull and bear": vere obbligazioni o titoli per operazioni di borsa*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I.

- CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006.
- CINCOTTI, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi previsti dall'art. 2346 c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II.
- CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012.
- CIMMINO, *L'emissione di obbligazioni convertibili in azioni*, in *Le Società*, 2014, IV.
- CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, in *Società*, 1991.
- CLARIZIA, *Le obbligazioni nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da RESCIGNO, II, Torino, 1985.
- COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO - PORTALE, VII, Torino, 1994.
- COLUSSI, *Voce Obbligazioni di società*, in *Enc. Giur.*, XXI, Roma, 1990.
- COSSU-SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, IV.
- COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum, Scritti in onore di G.F. Campobasso*, I, Torino, 2006.
- COSTI, *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II.
- COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2001.
- COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema di uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. soc.*, 2005, I.
- COTTINO, *Diritto societario*, II ed., Milano, 2011.
- CRÈMIEUR- ESRAEL, *L'assimilation des prêts participatifs à des fonds propres*, in *Rev. Soc.* 1983.
- D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur comm.*, 2001, I.
- D'ANGELO, *Obbligazioni partecipative: utile deducibile dal reddito*, in *Norme e Tributi*, 15 gennaio 2013
- DELL'ATTI, *La disciplina dei conferimenti nella s.r.l.: la prestazione d'opera da parte del socio nella s.r.l.*, in *La riforma del diritto societario*, Bari, 2004.

- DENOZZA, *A che serve il capitale? (piccole glosse a Enriques-Macey, Creditors versus capital formation: the case against the european legal capital rules)* in *Giur. comm.*, 2002, I.
- DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, II.
- DESIDERIO-ZAMBONI, *Brevi note sui prestiti subordinati*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, A.a. V.v., a cura di PORTALE, Milano, 1983.
- DEWING, *The Financial Policy of Corporations*, 1922, University of California.
- DIDIER, *Droit des sociétés*, Paris, 2003.
- DINIER, *Il contratto in generale*, Milano, 2001.
- ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I.
- ENRIQUES-MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, 2001.
- ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II.
- ENRIQUES-MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002.
- EPISTEIN e MIRZA, *IFRS Interpretation and application of international accounting and financial reporting standard*, Hoboken, 2005.
- FABIANI, *Brevi riflessioni su omogeneità degli interessi ed obbligatorietà delle classi nei concordati*, in *Il Fallimento*, 2009.
- FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009.
- FABIANI, *Diritto e processo a confronto sul nuovo fallimento e lo spettro dei conflitti di classe*, in *Il Fallimento*, 2008.
- FABIANI, *La ricerca di una tutela per i creditori di minoranza nel concordato fallimentare e preventivo*, in *Giur. comm.*, 2012.
- FAMA, *Agency Problem and the Theory of the Firm*, in *J. Pol.*, 1990.
- FAMA e JENSEN, *Agency Problems and Residual Claims*, in *Journal of Law and Economics*, 1983.

FAMA e JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, e in *Journal of Law and Economics*, 1983.

FERRAN, *Company Law and corporate finance*, Oxford, 1999.

FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I.

FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di MONTAGNANI, Milano, 2004.

FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano 2001.

FERRI, *La legittimità dell'emissione di obbligazioni indicizzate*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, II.

FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di ANGELICI-FERRI, XIII ed, Torino, 2010.

FERRO-LUZZI, *Il limite alla emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, lett. a, l. n. 262 del 2005)*, in *Riv. soc.*, 2007.

FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I.

FERRO-LUZZI-CHIAPPETTA, *Fusioni e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. soc.* 2005.

FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, I.

FRAGALI, *Del Mutuo Art. 1813-1822*, in *Commentario del Codice Civile*, SCIALOJA-BRANCA (a cura di), Bologna-Roma, 1966.

FRE-CAVALLO BORGIA, in *Società per azioni, Delle obbligazioni*, in *Commentario cod. civ.*, a cura di SCIALOJA-BRANCA, Bologna-Roma, 2000.

GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione - Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007.

GALGANO, *La società per azioni*, in *Trattato Galgano*, VII, Milano, 1974.

GALLETTI, "Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II.

GALLETTI, *Sub art. 160*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, diretto da JORIO e coordinato da FABIANI, vol. II, Bologna, 2007.

- GAMBINO-SANTOSUOSSO, *Società di capitali 2*, II, Torino, 2007.
- GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004.
- GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Le acquisizioni societarie*, diretto da IRRERA, Bologna, 2011.
- GIANNELLI A., *Commento all'art. 2410 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società, Obbligazioni. Bilancio*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, *Obbligazioni. Bilancio*, Milano, 2006.
- GIANNELLI A., *Commento all'art. 2412 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società, Obbligazioni. Bilancio*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, *Obbligazioni. Bilancio*, Milano, 2006.
- GIANNELLI A., *Commento all'art. 2411 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società, Obbligazioni. Bilancio*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Milano, 2006.
- GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013.
- GIANNELLI A., *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2006, I.
- GIANNELLI A., *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Patrimoni destinati.*, in AA. VV., *Diritto delle società, Manuale breve*, 2008.
- GIANNELLI G., in *Diritto delle società. Manuale breve*, AA.VV., Milano, 2008.
- GOULDINGS, *Company law*, London, 1999.
- GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963.
- GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate nella legge 216*, in *Riv. soc.*, 1976.
- GUERRERA, *Le soluzioni concordatarie*, in AA. VV., *Diritto fallimentare (Manuale Breve)*, Milano, 2008.
- GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi dei creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società*, in *Dir. Fall.*, 2010.
- HAMILTON, *Corporations, West Group-Black letter series*, 1997.
- HAMILTON-FREER, *The Law of Corporations in a nutshell*, 6th (Nutshell Series), 2010.
- HUECK-FASTRICK, in BAUMBACH-HUECK, *GmbH-Gesetz*, XVIII, München, 2006.

HÜFFER, *Aktiengesetz*, VI ed., München, 2004.

JOHNSON-MCLAUGHLIN, *Corporate Finance and Securities Law*, 4 edizione, New York, 2006.

KRIEGER, in *Müncher Handbuch des Gesellschaftsrechts*, Bd. 4, Aktiengesellschaft, II ed., München, 1999, § 63, Rn. 48.

KÜBLER, *Gesellschaftsrecht*, Heidelberg, 1999.

LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003.

LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2005.

LAMANDINI, *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, I.

LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria. Spunti per la riforma*, in *Riv. soc.*, 2002.

LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.

LE CANNU, *L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 et les valeurs mobilières composées: bref aperçu*, in *Rev. trim. de Droit Comm.*, 2004.

LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, in *Commentario Romano al Nuovo diritto delle società*, diretto da D'ALESSANDRO, II, Artt. 2325-2379-ter, Padova, 2010, sub. art. 2348.

LIBONATI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in BALZARINI-CARCANO-VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, II, Milano, 2007.

LIBONATI, *I « nuovi » strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I.

LIBONATI, *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale. La società per azioni*, Milano, 2004.

LIBONATI, *Riflessioni su l'«interesse sociale» di P.G. Jaeger*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del Convegno (Milano, 9 ottobre 2009), Quaderni di giur. comm.*, Milano, 2010.

LOLLI, *Gli strumenti finanziari, sub artt. 2346-2354 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI, I, Padova, 2005.

LUONI, *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, a cura di VIETTI, AULETTA, LO CASCIO, TOMBARI, ZOPPINI, Milano, 2006.

LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010.

LUONI, *Tipi speciali di obbligazioni*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento, Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale* Bigiavi, Torino, 2013.

MACEY, *Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Nonshareholders Constituencies from a theory of the firm perspective*, in *Cornell Law review*, 1999.

MAFFEZZONI, *La legittimazione all'esercizio del diritto di recesso in caso di pegno di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004.

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

MARCHETTI, *La nexus of contracts theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000.

MARCHETTI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003.

MARCHETTI, *Le obbligazioni nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I.

MARCHETTI, *Relazione generale*, in *Dalla riforma Draghi alla riforma delle società non quotate* (atti del convegno di studi di alba, 21 novembre 1998), in *Società*, 1999.

MCCORMICK-REAMER, *Hybrid corporate securities, international legal aspects*, London, 1987.

MCDERMOTT, *Legal Aspects of Corporate Finance*, 4 edizione, San Francisco, supplemento 2012.

MESSINEO, *Il contratto in genere*, I, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da CICU-MESSINEO, Milano, 1968.

MIGNOLI, *La "partecipazione agli utili" nelle società di capitali*, Milano, 1966.

MIGNONE, *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. soc.*, 2006.

MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.*, 2004.

- MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da COLOMBO - PORTALE, Torino, 2004, I.
- MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I.
- NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel T.u.f. aggiornato in base alla MIFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. dir. Comm.*, n. 1, 2009.
- NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa*, 2003, I.
- NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società, Manuale breve*, Milano, 2008.
- NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006.
- NOTARI-GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società. Azioni*, a cura di MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Milano, 2008.
- MAGLIO, *Il principio contabile della prevalenza della sostanza sulla forma*, Padova, 1998.
- ONZA, *Strumenti finanziari emessi da cooperative e iscrizione in bilancio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II.
- MENTI, *Socio d'opera e conferimento del valore nella S.r.l.*, Milano, 2006.
- NARDUCCI, *Il principio contabile della prevalenza della sostanza sulla forma nell'evoluzione normativa e nella prassi contabile*, in *Controllo nelle società e negli enti*, 2004.
- OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *I quaderni della rivista di diritto civile – Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. CIAN, 2004.
- OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II.
- OPPO, *Questioni in tema di azioni e strumenti finanziari*, in Aa. Vv., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006.
- PALLOTTI, *L'applicazione dei principi contabili internazionali in materia di strumenti finanziari: il caso delle cooperative*, in *Contr. e impr.*, 2009.

- PALMIERI, *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Giur. comm.*, 2006.
- PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, 2008.
- PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964.
- PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA e PORTALE, I, Torino, 2006.
- PISANI, *I titoli obbligazionari tra riforma del diritto societario e riforma del diritto concorsuale*, Torino, 2010.
- PISANI-MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003.
- PIZZO, *Il "fair value" nel bilancio di esercizio*, Padova, 2000.
- PORTALE, *Appunti in tema di versamenti in conto futuri aumenti di capitale eseguiti da un solo socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I.
- PORTALE, "Armonizzazione" e "concorrenza" tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di CAMPOBASSO, I, Milano, 2003.
- PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, nel *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO-PORTALE, vol. I, t. 2, Torino, 2004.
- PORTALE, *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio (Ricordo di G.F. Campobasso)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I.
- PORTALE, *I conferimenti nella società a responsabilità limitata*, nel *Parere dei componenti del collegio docenti del dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale*, Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002.
- PORTALE, *La ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.
- PORTALE, "Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili" (appunti), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I.
- PORTALE, *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. giur.*, 2003.
- PORTALE, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in *AV. VV.*, *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998.

- POZZOLI, *Aspetti tecnico-valutativi: il fair value*, in *Il Giornale dei dottori commercialisti*, n.1, 2005.
- PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I.
- PRESTI, *Rigore è quando arbitro fischia?*, in *Il Fallimento*, 2009, I.
- RESCIGNO, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Banca, borsa, tit. cred.* 2004, V.
- RESCIGNO, *Osservazioni sulla riforma del diritto societario in tema di società a responsabilità limitata*, in *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003.
- RIGHINI, *I conferimenti d'opera e servizi nelle società di persone e di capitali: alcune riflessioni tradibili dal nuovo art. 2500 quater c.c.*, in *Contr. e Impr.*, 2005, III.
- ROSSI, *Il concetto di fair value e la valutazione degli strumenti finanziari*, Milano, 2003.
- ROSSI, *Un nuovo tipo di titoli di credito irredimibili: i c.d. "perpetuals"*, in *Quadrimestre*, 1990.
- RORDORF, *Scandali finanziari e regole di mercato (appunti a margine dei casi Cirio e Parmalat)*, in *Quest. Giust.*, 2004, IV.
- RUGGERO, *Gli strumenti finanziari*, in *I contratti*, 2005.
- SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili internazionali*, in *Riv. Soc., La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive: atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di BALZARINI, CARCANO, VENTORUZZO, Milano, 2007.
- SACCHI, *Concordato preventivo, conflitti di interessi fra creditori e sindacato dell'autorità giudiziaria*, in *Il Fallimento*, 2009, I.
- SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Il Fallimento*, 2009, IX.
- SACCHI, *Il controllo giudiziario sul concordato preventivo*, in *Studi in onore di Vittorio Colesanti*, vol. II, Napoli, 2009.
- SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984.
- SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, *Quaderni di giur. comm.*, Milano, 2010.

- SACCHI, *Principi contabili internazionali e finalità dell'informazione finanziaria*, in *Corr. giur.*, 2007, V.
- SALANITRO, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum, Scritti in onore di G.F. Campobasso*, I, Torino, 2006.
- SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, III
- SALVATO, *Osservazioni*, in *Il Fallimento*, 2012.
- SARALE-RIVARO, *Le obbligazioni*, in CAGNASSO-PANZANI (diretto da), *Le nuove s.p.a.*, II, Bologna-Roma, 2013.
- SAVIOLI, *Il bilancio di esercizio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, Milano, 2004.
- SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, in *Commentario del codice civile*, diretto da SCIALOJA-BRANCA, 1970.
- SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.
- SIMONCINI, *Fair value: considerazioni in merito al concetto applicato ad alcuni strumenti finanziari*, in *Andaf Magazine*, gennaio 2005.
- SIRONI, *Le proposte di Basilea 3 per la riforma del sistema di adeguatezza patrimoniale: un'analisi critica*, in *Bancaria*, 2010, III.
- SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *La riforma del diritto societario*, Atti del convegno di Roma, dicembre 2003, a cura del Consiglio Nazionale Notariato, suppl. fascicolo 2/2004, di *Studi e materiali*, Milano 2004.
- SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, VI.
- SPADA, *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi (impresa corporation e provvista del capitale di credito)*, in *Riv. dir. impr.*, 2004.
- SPADA, *Le azioni di risparmio. Primo commento alla legge 7 giugno 1974 n. 216*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I.
- STAGNO D'ALCONTRES, voce *Obbligazioni di società*, in *Enc. Dir.*, Agg. VI, Milano, 2002.
- STELLA RICHTER JR., *Società (riforma delle)*, in *Enc. Giur. XXIX*, Roma, 2004.

STORK, *Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales*, in *Rev. trim. de Droit Comm.*, 2004.

STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, 2009.

STRAMPELLI, *The IAS/IFRS after the crisis: limiting the impact of fair value on companies' capital*, in *European Company and Financial Law Review*, 2011.

STRAMPELLI, *Informazioni relative al valore equo fair value, Commento agli artt. 2423-ter)-2427-bis)*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di NOTARI, BIANCHI, Milano, 2006.

STRAMPELLI, *Le riserve da fair value: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e la natura del patrimonio netto*, in *Riv. soc.*, 2006.

TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, I.

TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti "ibridi" partecipativi*, Torino, 2000.

TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004.

TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007.

TROIANO, *La disciplina della raccolta del risparmio del d.lgs. n. 481 del 14 dicembre 1992*, in AA.VV., *Il recepimento della II direttiva CEE in materia bancaria*, a cura di CAPRIGLIONE, Bari, 1993.

VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, Torino, 2012.

VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari dei portatori di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, in *Riv. soc.*, 2014.

VICARI, *La nuova disciplina di Basilea tra obblighi di capitalizzazione delle banche, costo medio del passivo e obiettivo di riduzione dei tassi di finanziamento per le imprese*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese*, Torino, 2010.

VISENTINI, *Diritto Commerciale. La società per azioni*, Padova, 2012.

WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in BENAZZO-PATRIARCA-PRESTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003.