

MARIO NOTARI

**Azioni e strumenti finanziari:
confini delle fattispecie e profili di disciplina (*)**

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Cenni alla situazione attuale ed alla sua evoluzione. – 3. L’ampliamento delle fattispecie tipiche (azioni ed obbligazioni) e la tipizzazione dei cosiddetti “ibridi”. – 4. Un primo tentativo di indagine sugli elementi delle fattispecie. – 4.1. (*segue*): la tipologia dell’apporto del sottoscrittore. – 4.2. (*segue*): la causa dell’apporto e la sua contabilizzazione nel bilancio della società emittente. – 4.3. (*segue*): i diritti patrimoniali. – 4.4. (*segue*): il diritto di voto. – 4.5. (*segue*): gli altri diritti amministrativi. – 5. I principali profili di disciplina, tra norme imperative e disposizioni suppletive. – 5.1. (*segue*): la competenza all’emissione. – 5.2. (*segue*): i limiti quantitativi all’emissione. – 5.3. (*segue*): il regime di circolazione; il diritto di opzione; la facoltà di riacquisto da parte della società emittente.

1. In questo mio intervento intendo soffermarmi sulle novità che la riforma in fieri dedica alla fattispecie azionaria ed agli altri strumenti finanziari per mezzo dei quali le società per azioni raccolgono capitali di rischio e di debito. Più in particolare, dopo un cenno alla situazione attuale ed alla sua evoluzione, intendo abbozzare una prima analisi dei nuovi confini delle fattispecie tipiche già presenti nell’ordinamento – con particolare riguardo alle azioni ed alle categorie speciali di azioni – nonché dei tratti caratterizzanti delle nuove fattispecie tipiche introdotte dalla riforma, che in parte occuperanno lo spazio in cui in passato si muovevano i cosiddetti titoli “atipici” o strumenti “ibridi” (alludo in special modo agli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, di cui all’art. 2346, comma 6, c.c., ed agli strumenti finanziari di partecipazione

(*) Testo dell’intervento al Convegno di studi sul tema “Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed attese”, Firenze, il 16 novembre 2002.

zione all'affare dei patrimoni destinati, di cui all'art. 2447-ter, comma 1, lett. e, c.c.).

L'obiettivo è forse troppo ambizioso, ma avverto sin d'ora che, attenendomi al titolo del convegno e parafrasandone il sottotitolo, mi limiterò ad esporre una serie di *dubbi*, in speranzosa *attesa* che successivi maggiori approfondimenti possano condurre alle prime risposte.

2. L'attuale diritto societario riflette la tradizionale distinzione tra capitale e debito, disciplinando due figure tipiche, dai contorni tendenzialmente rigidi, di strumenti finanziari attraverso i quali le società acquisiscono mezzi propri (azioni) e risorse finanziarie (obbligazioni).

Com'è noto, l'esigenza di variare e graduare le caratteristiche dei due modelli tipici, percepibile non solo negli ultimi anni, ha comportato diversi ordini di effetti. Anzitutto ha indotto alla ricerca dei limiti "interni" della fattispecie azionaria e di quella obbligazionaria, tramite la creazione di categorie speciali di azioni ovvero tramite l'emissione di obbligazioni dai contenuti volti ad andare incontro alla domanda dei mercati finanziari. Inoltre, si è assistito all'introduzione, da parte dell'ordinamento giuridico, di nuove figure tipiche – o meglio, di nuove specificazioni dei due modelli tipici già esistenti – che in parte hanno soddisfatto il bisogno di disporre di strumenti "misti": si pensi ad esempio alle norme che hanno espressamente disciplinato le obbligazioni convertibili "dirette" (nel 1974) e le azioni di risparmio, senza diritto di voto (nel 1974 e ancora, in senso più elastico, nel 1998). Infine, non sono mancate nuove creazioni di strumenti atipici, a volte di natura vicina ai titoli di debito, altre volte incorporanti operazioni assimilabili all'associazione in partecipazione; di tali titoli atipici si è discusso non poco, in dottrina, senza tuttavia mettere seriamente in dubbio la loro tendenziale ammissibilità.

Al di là di siffatti strumenti, comunque, già le due figure tipiche delle azioni e delle obbligazioni consentono una non disprezzabile elasticità. Tra i due estremi – le azioni ordinarie e le obbligazioni "pure e semplici" – è infatti possibile dar vita ad una serie di varianti, tale da creare una gamma di tipologie intermedie (quasi) senza soluzione di continuità.

Lungo la linea che mette in comunicazione le azioni con le obbligazioni possiamo collocare (partendo dalle azioni ordinarie) le azioni privilegiate, le azioni privilegiate con voto limitato, le azioni di risparmio e le a-

zioni di risparmio con particolari privilegi volti ad attribuire un rendimento quasi garantito, nonché, sull'alto versante (partendo cioè dalle obbligazioni pure e semplici), le obbligazioni indicizzate agli indici di borsa, le obbligazioni con rendimento legato agli utili della società emittente, le obbligazioni c.d. subordinate e le obbligazioni c.d. irredimibili. Come si vede, le fattispecie intermedie si avvicinano progressivamente e la differenza tra le soluzioni più distanti dai due estremi di partenza è ben poca, sì da potersi dire che le nozioni di azioni e obbligazioni, se spinte ai confini, arrivano quasi ad incontrarsi.

Ciononostante, permangono notevoli dubbi (specialmente per le ipotesi più “forzate”) e significativi fattori di rigidità nei modelli tipici, attinenti al contenuto sia delle azioni che delle obbligazioni. Il confronto comparatistico e la globalizzazione dei mercati finanziari hanno quindi indotto ad una riflessione sulla struttura finanziaria delle società per azioni e sugli strumenti finanziari da essa emessi, tema sul quale la legge delega per la riforma del diritto societario non ha mancato di fornire indicazioni e criteri innovativi di rilevante portata.

3. La bozza di riforma attualmente all'esame delle commissioni parlamentari interviene, per un verso, sul fronte delle azioni e delle obbligazioni, apportando un significativo ampliamento delle rispettive fattispecie, i cui contorni vengono estesi in diverse direzioni, assumendo una maggiore elasticità, seppure non sino al punto da alcuni auspicato nel corso del dibattito degli scorsi anni; per altro verso, introduce invece una figura, assai ampia, di strumenti finanziari partecipativi o non partecipativi, prevista dall'art. 2346, comma 6, c.c..

Per ciò che concerne le azioni, la dilatazione della nozione non riguarda la fattispecie paradigmatica delle azioni cosiddette ordinarie, il cui contenuto rimane pressoché invariato, posto che la partecipazione azionaria riflette le caratteristiche e gli elementi essenziali della stessa figura della società per azioni. L'ampliamento è invece percepibile sul piano delle variabili sul tema che l'autonomia negoziale può di volta in volta apportare, soprattutto mediante la creazione di *speciali categorie di azioni*.

A tal riguardo, oltre a sancire espressamente l'atipicità delle categorie speciali di azioni (art. 2348, comma 2, c.c.), la riforma aumenta assai le possibilità di forgiare il contenuto delle azioni dotate di diritti diver-

si, sia sul piano dei diritti amministrativi (con particolare riferimento al diritto di voto, che diviene un elemento “naturale” ma non più necessario della partecipazione azionaria, quanto meno per metà del capitale sociale), sia su quello dei diritti patrimoniali (la cui possibile estensione concerne figure già note nella nostra prassi societaria e figure importate dal diritto statunitense, come le cosiddette *tracking stocks*), ma anche sotto il profilo dei diritti intersoggettivi tra i soci o tra i soci e la società (si pensi alle azioni riscattabili, di cui all’art. 2437-*sexies* c.c.).

Più limitate – o forse solo meno appariscenti – le novità che conducono ad un ampliamento della fattispecie delle obbligazioni, rispetto alle quali la riforma incide soprattutto sul contenuto patrimoniale, includendovi ipotesi che, seppur note alla prassi non solo italiana ma anche straniera, potevano ritenersi al limite della categoria o addirittura estranee, come avremo modo di vedere più avanti. Le restanti novità in tema di obbligazioni, peraltro di notevole spessore, concernono invece il profilo della disciplina, con particolare riguardo alla competenza ed ai limiti all’emissione.

Sul fronte degli altri strumenti finanziari, il legislatore si appresta a tipizzare gli strumenti finanziari atipici o ibridi, dando vita ad una categoria assai ampia ed indefinita di strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi (prevista dall’art. 2346, comma 6, c.c., nonché dagli artt. 2349, comma 2, e 2351, comma 5, c.c.), nell’ambito della quale sembra altresì potersi collocare la speciale categoria degli strumenti finanziari che partecipano all’affare oggetto dei patrimoni destinati (di cui agli artt. 2447-*ter*, comma 1, lett. e, e 2447-*octies*, c.c.), salvo quanto avrò occasione di rilevare in seguito circa la possibile differenza tra le due tipologie.

La nuova categoria degli strumenti finanziari è tratteggiata, sul piano della fattispecie, da poche indicazioni, che a stento consentono di intravederne i confini, ed è oggetto di un impianto disciplinare forse ancora più scarno. Tale laconicità è probabilmente finalizzata a mantenere un ampio spazio di manovra all’autonomia negoziale delle società emittenti, in linea con quanto accade anche nell’ambito degli stessi strumenti tipici delle azioni e delle obbligazioni. Mi sembra potersi affermare sin d’ora, comunque, che la categoria degli strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c., non esaurisca il novero degli strumenti finanziari emetti-

bili dalle società per azioni, di natura diversa dalle azioni e dalle obbligazioni, costituendo quindi un *tertium genus* che non chiude però la porta alla creazione di ulteriori strumenti finanziari “atipici” (i quali vengono peraltro relegati in una posizione ancor più marginale e residuale di quanto avveniva in passato).

Il punto sta ora, in sede di prima lettura di questa bozza di riforma, nel cercare di individuare quali siano i nuovi confini delle fattispecie tipiche, ivi compresi i nuovi strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c., nonché quali siano i profili di disciplina applicabile agli uni ma non agli altri.

4. La linea lungo la quale condurre l’indagine ora prospettata potrebbe essere quella dell’individuazione dei diversi aspetti ed elementi che compongono, da un lato, il *profilo della fattispecie* e, dall’altro, quello della *disciplina* – seppur non sempre così facilmente distinguibili tra loro – per creare una sorta di “griglia” attraverso cui esaminare gli istituti in oggetto.

Devo far presente che la stessa distinzione tra elementi della fattispecie e profili di disciplina, oltre ad essere talvolta sfumata, viene qui proposta con finalità prevalentemente espositive, nella consapevolezza che già nell’esame di alcuni elementi della fattispecie rientreranno aspetti e disposizioni da annoverare, più propriamente, nel profilo della disciplina.

4.1. Il primo aspetto oggetto di indagine è la *tipologia dell’apporto del sottoscrittore*, laddove con il termine “apporto” intendo designare il modo generico ed atecnico la prestazione sinallagmatica dovuta alla società in cambio dell’emissione dello strumento finanziario.

Nulla sembra cambiato per ciò che concerne le azioni (i cui conferimenti rimangono circoscritti al denaro, ai beni in natura ed ai crediti, ai sensi dell’art. 2342 c.c., pur dovendosi esaminare a fondo i riflessi delle norme dettate in tema di s.r.l.) e le obbligazioni (per le quali ogni tentativo di andare al di là del versamento di denaro assume quanto meno un sapore un po’ scolastico).

Per gli strumenti finanziari, il dato letterale della norma – che parla “dell’apporto da parte dei soci o di terzi *anche* di opere o servizi” – par-

rebbe consentire di affermare che l'apporto possa avere ad oggetto sia i beni conferibili ai sensi dell'art. 2342 c.c. (denaro, beni in natura e crediti), sia altre prestazioni non conferibili, tra le quali vengono menzionati espressamente le opere ed i servizi, ma che potrebbero anche consistere in altre tipologie, quali ad esempio gli obblighi di non fare, il consenso all'uso del nome, etc..

Sebbene la Relazione lasci intendere che l'intenzione del legislatore sia rivolta in special modo alla prestazione di opere, servizi ed altri "apporti" non conferibili, non si vedono ragioni per limitare tale categoria entro siffatti limiti, soprattutto se si considera il testo originariamente previsto in una precedente bozza elaborata dalla commissione ministeriale, ove si contemplavano solo gli "apporti dei soci o dei terzi *diversi dai conferimenti previsti dall'articolo 2342 ...*".

Così stando le cose, si può dire che, dal punto di vista della tipologia dell'apporto, la categoria delle entità a fronte delle quali possono essere emessi gli strumenti finanziari *ex art. 2346*, comma 6, c.c., rappresenta un *genus* nel cui ambito i conferimenti *ex art. 2342* c.c. costituiscono una *species* più circoscritta.

4.2. Quale secondo aspetto, occorre esaminare la *contabilizzazione dell'apporto* nel bilancio della società emittente, a sua volta evidentemente collegato con il tema della causa giuridica e della funzione economica dell'operazione sottostante all'emissione degli strumenti finanziari. Anche a questo riguardo, nessuna novità si profila per le azioni (il cui conferimento dà luogo all'iscrizione in patrimonio netto della voce "capitale" ed eventualmente della "riserva da soprapprezzo delle azioni") e le obbligazioni (che danno luogo ad una specifica posta nella voce "debiti" del passivo dello stato patrimoniale).

Assai delicata si presenta invece la questione per gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, ivi compresi quelli dei patrimoni destinati. Sono ipotizzabili almeno tre situazioni:

(i) anzitutto l'apporto, ove sia previsto in qualche modo un obbligo di rimborso, può dar luogo ad una voce di debito, analogamente a quanto avviene per le obbligazioni; avremmo allora uno strumento "ibrido" nel senso che, a fronte di un'operazione di finanziamento, possono essere at-

tribuiti diritti, sia patrimoniali che amministrativi, sino ad ora riservati alle sole azioni, nei limiti di cui più avanti dirò;

(ii) in altre circostanze, invece, la tipologia dell'apporto o la sua causa potrebbero non dar luogo ad alcuna appostazione nel passivo dello stato patrimoniale, né nei debiti, né nel patrimonio netto; è quanto dovrebbe accadere, se non erro, proprio nell'ipotesi espressamente prevista dal legislatore, di prestazione di opere o servizi a favore della società, giacché, da un lato, rimane fermo il divieto della loro imputazione a capitale (cfr. anche la Relazione) e, dall'altro, non sussiste alcun obbligo restitutorio da appostare tra i debiti della società;

(iii) occorre infine verificare se vi sia spazio anche per ipotesi in cui gli apporti effettuati in cambio di tali strumenti finanziari siano imputati ad una voce del netto, ovviamente diversa dal capitale, avente natura di riserva (eventualmente "targata" a favore dei possessori dei relativi strumenti finanziari); si dovrebbe necessariamente trattare di un apporto "conferibile" ai sensi dell'art. 2342 c.c. e si porrebbe altresì, per tacer d'altro, il problema della stima dell'apporto diverso dal denaro; ove si dovesse giungere ad una soluzione affermativa della questione, avremmo allora un'altra figura di strumento "ibrido", in quanto un apporto di "quasi capitale" sarebbe non solo privo del diritto di voto – nell'assemblea generale degli azionisti, come si dirà in appresso – ma anche dotato di diritti amministrativi certamente inferiori a quelli delle azioni, anche di quelle più "scolorite" come le azioni di risparmio (cui competono diritti quasi sicuramente inaccessibili ai possessori di strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c., come ad esempio il diritto di opzione sull'emissione di nuove azioni).

4.3 Procedendo nell'indagine, passiamo ai *diritti patrimoniali* che caratterizzano i diversi strumenti finanziari. Sotto questo profilo, come anticipato, le novità riguardano anche le azioni e le obbligazioni, il cui possibile contenuto patrimoniale appare ampliato.

Per le azioni, fermi restando i limiti generali imposti dal tratto tipologico della società per azioni e dal divieto del patto leonino, risultano estese – o confermate le interpretazioni estensive già sostenute nel vigore dell'attuale disciplina – le facoltà di creare categorie speciali di azioni dotate di particolari diritti patrimoniali. Così è per le azioni "correlate", e-

spressamente previste dall'art. 2350, comma 2, c.c., ma parimenti deve dirsi per numerose tipologie di diritti patrimoniali speciali, più o meno noti alla prassi, dei quali non sembra più possibile negare l'ammissibilità (diritto di postergazione nelle perdite, diritti di priorità o maggiorazioni sulle riserve, diritto a particolari prestazioni economiche da parte della società, etc.). Si possono quindi estendere a tutte le società per azioni alcune considerazioni svolte in tema di azioni di risparmio di società quotate, relativamente, ad esempio, alla possibilità di configurare – in aggiunta al diritto agli utili e non in sua sostituzione – speciali diritti patrimoniali che attribuiscono un rendimento finanziario certo o quasi certo, sia attingendo alle riserve, sia creando un vero e proprio obbligo di corrispondere somme a titolo di interessi sul capitale investito.

Per le obbligazioni, in senso analogo, il nuovo testo dell'art. 2411 c.c. sembra ampliare i confini del contenuto patrimoniale, o quanto meno ne conferma alcune interpretazioni estensive sino ad oggi fonte di possibili dubbi. Esso, infatti, dispone che “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”, ed inoltre consente che “i tempi e l'entità del rimborso del capitale e del pagamento degli interessi” possano variare “in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società”.

La norma, se per un verso consolida l'ammissibilità di fattispecie che la prassi, soprattutto nel settore bancario, già faceva rientrare nella nozione delle obbligazioni, per altro verso attrae nella medesima fattispecie alcune ipotesi che sembravano ad essa estranee (si pensi ai cosiddetti “*reverse convertible*”, che in caso di deprezzamento di un titolo azionario di riferimento non danno diritto alla restituzione dell'intero capitale, bensì alla consegna di un corrispondente numero di azioni “deprezzate”, ragione per la quale la Banca d'Italia ne ha escluso l'assimilazione ai titoli obbligazionari).

Discorso a sé vale invece per gli strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c. (e lo stesso dicasi, a mio avviso, per gli strumenti di partecipazione al patrimonio destinato ai sensi degli artt. 2447-*bis* e seguenti c.c.), la determinazione del contenuto patrimoniale dei quali si presenta del tutto libera e svincolata dalla necessità di individuare elementi essenziali. Non sembra quindi potersi negare l'ammissibilità di diritti aventi

natura di interessi o anche di partecipazione agli utili, di restituzione del capitale in tutto o in parte, di partecipazione alla distribuzione di eccedenze patrimoniali sia durante la vita della società, sia alla sua liquidazione, così come qualsiasi altra forma di remunerazione, garantita o aleatoria, dell'investimento o comunque di "ritorno" economico dell'apporto effettuato a favore della società.

Mi sembra che nei confronti del contenuto patrimoniale di tali titoli si possa estendere, a maggior ragione, la felice espressione utilizzata per descrivere le azioni di risparmio dopo la riforma del '98, che vennero appunto definite come "titoli tipici dal contenuto atipico" (Portale).

4.4. Nell'ambito dei diritti amministrativi, il *diritto di voto* assume una rilevanza tale da dover essere esaminato quale elemento a sé. Anche a questo riguardo, la fattispecie azionaria risulta assai ampliata, in quanto, sempre attraverso la creazione di categorie speciali di azioni, il voto diventa un elemento graduabile sino al punto di poter venir totalmente meno senza alcuna "contropartita" o altra variazione di contenuto delle partecipazioni azionarie. La riforma sposta il confine della nozione di azione ancora più in là di quanto avvenne per le società quotate nel 1974 prima e nel 1998 poi, con le azioni di risparmio, per le quali, anche dopo l'ultima novella ad opera del T.U.I.F., le società emittenti debbono tuttora "pagare il prezzo" della privazione del voto, dovendole dotare "di particolari privilegi di natura patrimoniale".

Viene quindi totalmente abbandonato il necessario bilanciamento – di cui l'ordinamento si faceva carico – "tra la componente amministrativa e quella patrimoniale dell'azione, nel senso che alla compressione della prima deve necessariamente corrispondere un rafforzamento quantitativo della seconda" (Bione). Tale funzione di riequilibrio, già attenuata con l'ultima novella in tema di azioni di risparmio, non viene più svolta su base imperativa, bensì interamente affidata al mercato o comunque alla libera negoziazione tra i diversi soggetti coinvolti. Paradossalmente, sono proprio le azioni di risparmio a conservare, *rebus sic stantibus*, una maggiore residuale rigidità sotto tale profilo, rispetto alle altre categorie speciali di azioni, anche totalmente prive del diritto di voto.

Rimangono, a limitare l'autonomia negoziale, il divieto di voto plurimo e l'obbligo di far sì che almeno la metà del capitale sociale sia rap-

presentato da azioni a voto pieno, così come rimangono alcuni dubbi già emersi nel vigore dell'attuale disciplina (quale ad esempio quello circa la possibilità, negata dalla prevalente giurisprudenza, di attribuire una sorta di voto "separato" nelle deliberazioni di nomina degli organi sociali, sì da attribuire ad una categoria di azioni il diritto di nominare un certo numero di consiglieri o di sindaci, e ad un'altra categoria di azioni il diritto di nominare i rimanenti).

Una siffatta elasticità nel disporre del diritto di voto – riconosciuta dalla riforma nel campo delle azioni – non sembra però spingersi sino al punto di consentire alle società per azioni di attribuire il voto, in nessuna circostanza, ai possessori di strumenti finanziari diversi dalle azioni.

L'affermazione, pacifica per quanto riguarda le obbligazioni sia prima che dopo la riforma, va peraltro verificata alla luce della difficile interpretazione delle disposizioni contenute nell'art. 2346, comma 6, c.c. ("... forniti di diritti ... di partecipazione, *escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti*") e nell'art. 2351, comma 5, c.c. ("... possono essere dotati *del diritto di voto su argomenti specialmente indicati ...*").

La formulazione delle norme non è delle più felici, ma parrebbe risolversi, a prima vista, grazie alla Relazione, ove si ha cura di precisare che "gli strumenti finanziari in questione possono conferire tutti i diritti partecipativi *escluso quello del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti*" (corsivo mio). Alla luce di ciò, sembrerebbe doversi sostenere che agli strumenti finanziari *ex art. 2346, comma 6, c.c.*:

a) può essere attribuito il diritto voto, *nella loro assemblea speciale*, in ordine ad un triplice ordine di materie, e precisamente:

(i) le decisioni concernenti la tutela di "interessi di classe" (ne è una specificazione espressa l'intera disciplina di cui all'art. 2447-*octies* c.c.), nei limiti in cui ciò si previsto dalla delibera di emissione degli strumenti finanziari o direttamente dallo statuto;

(ii) le decisioni che costituiscono una modalità collettiva (ovverosia attraverso una decisione nell'assemblea speciale) di esercizio di un diritto amministrativo "sociale", *normalmente rientrando nel contenuto dei soli titoli azionari, ma che essi continuano a mantenere*; esempi potrebbero essere il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari, il diritto di fare denunce *ex artt. 2408 e 2409 c.c.*, etc.;

(iii) le decisioni che costituiscono una modalità collettiva (sempre attraverso l'assemblea speciale), per esercitare *diritti e prerogative "sottratti" all'assemblea degli azionisti*, come avviene nell'ipotesi, espressamente contemplata dallo stesso art. 2351, comma 5, in cui lo statuto riserva agli strumenti finanziari (o ad alcuni di essi) "la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco";

b) non può invece essere attribuito, in nessun caso, il diritto di voto nell'assemblea degli azionisti, *in concorso con gli stessi*, non potendosi quindi prevedere, ad esempio, che i titolari degli strumenti finanziari partecipino con diritto di voto all'assemblea di approvazione del bilancio d'esercizio o all'assemblea che deve deliberare l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori.

Siffatta conclusione, tuttavia, pur fondandosi sul chiaro disposto letterale dell'art. 2346, comma 6, c.c., e pur essendo avallata dall'altrettanto esplicita affermazione contenuta nella Relazione, non può ciononostante darsi per scontata. A far sorgere ulteriori dubbi, oltre al già citato art. 2351, comma 5, c.c., contribuiscono altre due disposizioni introdotte dalla bozza di riforma, per quanto si possa ritenerle causate da un difetto di coordinamento di diversi segmenti della novella legislativa.

Alludo in primo luogo all'art. 2506-ter, comma 4, c.c., laddove si afferma che "con il consenso unanime dei soci *e dei possessori di altri strumenti finanziari che danno diritto di voto nelle società partecipanti alla scissione* l'organo amministrativo può essere esonerato dalla redazione dei documenti previsti nei precedenti commi". L'indizio è forse tenue, ma il legislatore in questa sede sembra contemplare la possibile esistenza di strumenti finanziari dotati del diritto di voto (probabilmente non equiparabile al mero voto nell'assemblea di categoria, per la tutela degli interessi di classe, posto che altrimenti dovremmo includere nella medesima categoria anche tutte le obbligazioni, alla stregua degli articoli 2415 ss. c.c.).

Il secondo riferimento apparentemente contraddittorio è all'art. 2526, comma 2, c.c., il quale, nella versione prevista dalla bozza di riforma, dispone, in tema di società cooperative, che "ai possessori di strumenti finanziari non può, in ogni caso, essere attribuito più di un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti ovvero rappresentati in cia-

scuna assemblea generale”. Che si tratti di una contraddizione o di una diversa scelta – più o meno consapevole – del legislatore delegato, non è facile dire. Rimane comunque il dubbio che si possa davvero affermare che nelle società per azioni sia del tutto preclusa la possibilità di attribuire qualsiasi forma di voto ai possessori di strumenti finanziari diversi dalle azioni.

4.5. L'ultimo aspetto da analizzare, per completare il profilo della fattispecie, è quello degli *altri diritti amministrativi*. Per ciò che concerne le azioni, non si riscontrano particolari novità, ma mi sembra di poter affermare che il nuovo precetto generale dell'art. 2348, comma 2, c.c. – in forza del quale “la società, nei limiti imposti dalla legge, può *liberamente* determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie” – dovrebbe contribuire ad avallare quelle interpretazioni, apparentemente ostacolate da parte della giurisprudenza, volte ad ammettere la creazione di categorie speciali di azioni dotate di diritti diversi di natura amministrativa.

A tal riguardo, sembra però difficile consentire una libera derogabilità *in peius* rispetto ai diritti amministrativi ordinariamente attribuiti alle azioni, mentre non si ravvisano impedimenti ad ammettere il riconoscimento, a speciali categorie di azioni, di diritti amministrativi ulteriori o “maggiorati”. In questo senso, mi pare ammissibile attribuire ad alcune azioni un potere di controllo analogo a quello attualmente spettante ai soci di s.r.l. allorché non vi sia il collegio sindacale (art. 2489, comma 1, c.c., testo vigente); del pari, non vedo ostacoli nel riconoscere solo ad una categoria di azioni il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea, ai sensi dell'art. 2367 c.c., con una percentuale *inferiore* di azioni oppure, al limite, anche qualora vi sia il possesso di una sola azione. Di certo possono esservi altri esempi, fatta salva la necessità di verificare, caso per caso, istituto per istituto, la presenza di eventuali ragioni ostative alla deroga, anche *in melius*, della disciplina legale.

Non si può peraltro escludere, alla luce della novella dell'art. 2441, comma 4, c.c. (ove si prevede che “nelle società con azioni quotate sui mercati regolamentati lo statuto può altresì escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato da apposita stima della società incaricata della revi-

sione contabile”), che vengano create categorie speciali di azioni caratterizzate dal fatto di poter essere private del diritto di opzione, nei limiti ora ricordati. Si tratterebbe cioè di ipotesi in cui lo statuto si avvale della facoltà di consentire all'assemblea straordinaria l'esclusione del diritto di opzione *solamente per una parte delle azioni in circolazione*, ben potendo essere tale *demenutio* l'unico "diritto diverso" che contraddistingue la categoria speciale ai sensi dell'art. 2348 c.c..

Diversamente da quanto accade per il diritto di voto, sembra potersi ritenere che ai possessori di strumenti finanziari *ex art. 2346*, comma 6, c.c., possano essere attribuiti uno o più dei diritti già spettanti agli azionisti e in concorso con gli stessi, potendosi giungere, a questo riguardo, quasi ad una parificazione degli uni agli altri, sia in senso qualitativo (gli stessi diritti), sia in senso quantitativo (lo stesso insieme di diritti). In tal senso depone – oltre che la lettera della legge, sufficientemente ampia – la Relazione, laddove esplicitamente afferma che “gli strumenti finanziari in questione possono conferire *tutti i diritti partecipativi* escluso quello del diritto di voto nell’assemblea generale degli azionisti” (corsivo mio). Si noti comunque che la parificazione sotto tale profilo non può ritenersi totale, in quanto sembra da escludere la possibilità di attribuire ai possessori di strumenti finanziari il diritto di opzione relativamente all'emissione di nuove azioni, come avremo modo di vedere in seguito (cfr. par. 5.3).

La possibile attiguità della nuova categoria degli strumenti finanziari *ex art. 2346*, comma 6, c.c., rispetto alla nozione delle obbligazioni, rende necessario interrogarsi circa la ragione dell'apparente impossibilità di attribuire analoghi diritti anche agli obbligazionisti, oppure sulle eventuali diverse interpretazioni che al riguardo potranno essere elaborate: ma non è questa la sede nemmeno per iniziare a svolgere tali ulteriori riflessioni.

5. E' venuto invece il momento di dare uno sguardo ai *profili di disciplina* delle figure sopra esaminate, sia per completare questo primo tentativo di abbozzare una ricostruzione del sistema, sia per cogliere le principali ricadute applicative relativamente a ciascuna nozione.

Gli aspetti che possono essere annoverati nell'ambito della disciplina sono diversi, ma due su tutti si impongono per la loro rilevanza:

quello della competenza all'emissione e quello dei limiti all'emissione. Pure rilevante è poi il regime di circolazione, oltre ad altri aspetti cui potrò infine dedicare solo qualche breve cenno.

5.1. Già la legge delega faceva chiaramente intendere quali sarebbero state le novità circa l'*individuazione dell'organo competente ad emettere* le azioni e le obbligazioni: novità di dettaglio, seppur di notevole rilievo, per le prime, giacché ci si limita all'ampliamento della facoltà di delega, dall'assemblea all'organo gestorio, della competenza ad emettere azioni a pagamento con esclusione del diritto di opzione (art. 2443 c.c.); novità di sistema, invece, per le obbligazioni, posto che la competenza primaria passa dall'assemblea straordinaria agli amministratori, a meno che la legge o lo statuto non dispongano diversamente (art. 2410 c.c.), mentre resta attribuita all'assemblea straordinaria la sola competenza ad emettere obbligazioni convertibili, sempre salva la facoltà di delega *ex art. 2420-ter c.c.*

Gli strumenti finanziari *ex art. 2346, comma 6, c.c.*, proprio per la vocazione ad incorporare figure ibride, sono assoggettati ad una disciplina che sembra coniugare le scelte legislative sia in tema di azioni che in tema di obbligazioni.

La competenza è infatti affidata, in prima battuta, all'atto costitutivo o all'assemblea straordinaria, in quanto competente per le sue modifiche. Si consideri infatti che l'art. 2346, comma 6, c.c., dispone che "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". La ragione di ciò dovrebbe risiedere nel fatto che tali strumenti finanziari sono dotati di diritti patrimoniali o amministrativi che assumono (o possono assumere) rilevanza sul piano del contratto sociale, sull'organizzazione della società e sui diritti dei soci, onde per cui è lo stesso organo competente a modificare il contratto sociale a poter incidere su di esso, per dar vita a siffatte categorie di strumenti finanziari.

Per contro, mi sembra anche potersi ammettere che l'assemblea straordinaria (o lo statuto adottato in sede di costituzione) si limiti a disciplinare le modalità e le condizioni di emissione, il contenuto degli strumenti, le sanzioni e le norme circa la loro circolazione, affidando poi

all'organo gestorio di decidere se emetterli, quando emetterli e quanti emetterne, volta per volta, sempre che si tratti di strumenti dotati una sorta di "serialità". Si recupera così quanto il legislatore ha disposto per l'emissione di obbligazioni o, in modo analogo, per la delega all'emissione di azioni.

Tale ricostruzione deve peraltro fare i conti con l'apparente contrasto con le norme in tema di patrimoni destinati, che affidano agli amministratori la delibera di costituzione del patrimonio (art. 2447-ter, ultimo comma, c.c.) ed includono nella stessa competenza anche quella di determinare l'emissione di "strumenti finanziari di partecipazione all'affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono" (art. 2447-ter, comma 1, lett. e). Si tratta dunque di spiegare perché in due casi analoghi la competenza è affidata, da un lato, all'assemblea straordinaria e, dall'altro, all'organo amministrativo.

Il contrasto potrebbe forse essere superato affermando che la competenza dell'organo gestorio può arrivare sino all'emissione di strumenti finanziari che *non* attribuiscono diritti "partecipativi" – siano essi patrimoniali o amministrativi – che vanno al di là della partecipazione ai risultati economici del solo patrimonio destinato, mentre subentra la competenza dell'assemblea straordinaria, nell'accezione sopra precisata, allorché si vogliono far assumere a tali strumenti finanziari i connotati degli strumenti finanziari partecipativi *ex art. 2346*, comma 6, c.c.. Con il che, si dovrebbe dire che gli strumenti finanziari *ex art. 2447-ter* rappresentano una *species* del *genus* "strumenti finanziari partecipativi" solo in quest'ultima ipotesi, mentre fuoriescono da tale nozione nel primo caso (laddove sorge l'ulteriore problema di distinguerli dai titoli obbligazionari, con le conseguenze che evidentemente ne derivano).

5.2. Il secondo aspetto su cui soffermarci è quello dei *limiti quantitativi all'emissione*.

Il sistema incentiva la possibilità di destinare capitali di rischio all'esercizio di attività economica ed è quindi ovvio che nessun limite quantitativo (verso l'alto) viene posto dall'ordinamento alla capitalizzazione delle società ed all'emissione di azioni. La riforma incide significativamente, invece, sulla disciplina delle obbligazioni, poiché al limite del capitale sociale versato ed esistente viene sostituito il più ampio limite dato

dalla somma del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili. L'ampliamento – a parte l'esclusione non facilmente comprensibile delle riserve non disponibili, quali le riserve da rivalutazione o la riserva da sopraprezzo azioni, in particolari circostanze – risponde alla finalità di rafforzare la capacità della società di raccogliere mezzi finanziari sul mercato, finalità ravvisabile in diversi punti della legge delega.

Va poi ricordato che l'utilizzo dello strumento obbligazionario (ora esteso anche sotto il profilo dei contenuti patrimoniali) comporta l'esonero dal divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico, per tutte le società per azioni, quotate e non quotate (cfr. art. 11, comma 4, lett. c, T.U.B.).

Proprio la norma del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, invece, finisce per essere l'unico limite che l'ordinamento pone all'emissione di strumenti finanziari *ex art. 2346*, comma 6, c.c., limite destinato quindi ad operare solo laddove l'emissione dia luogo ad una vera e propria "attività di raccolta" e non quando essa sia il mezzo per dare esecuzione a trattative personalizzate concluse con singoli investitori, qualificati e non qualificati. In linea di massima, quindi, l'emissione di strumenti finanziari *ex art. 2346*, comma 6, c.c., non incontra alcun limite quantitativo nel diritto societario, ma dev'essere effettuata in modo tale da non violare i divieti contenuti nell'art. 11 T.U.B., dovendosi a tal riguardo distinguere se si tratta di società chiuse o di società quotate, le quali beneficiano di una via "privilegiata" ai sensi del comma 4, lett. d), dello stesso articolo.

Rimane da chiedersi, dopo aver confrontato la disciplina delle obbligazioni e degli strumenti finanziari, se quest'ultima figura non possa costituire una facile via di elusione o di aggiramento dei limiti inderogabili sanciti per le obbligazioni. In altre parole, se è vero che gli strumenti finanziari *ex art. 2346*, comma 6, c.c., possono incorporare operazioni di prestito, seppur caratterizzate da una maggiore ingerenza da parte dei finanziatori, tramite particolari diritti partecipativi di tipo amministrativo, sorge il dubbio che possa configurarsi una sostanziale sovrapposizione di tale fattispecie a quella obbligazionaria, sì da consentire attraverso gli strumenti finanziari di emettere titoli di debito in misura superiore ai limiti fissati per le obbligazioni.

Anche in questo caso si tratta di un dubbio che mi limito ad evidenziare in chiave problematica, lasciando a successive e più approfondite riflessioni ogni tentativo di soluzione.

5.3. Altri aspetti della disciplina meritano infine di essere esaminati, seppure solo per brevi cenni. Anzitutto viene in considerazione quello della *circolazione dei titoli*, che vede per le azioni alcune significative novità, volte a dirimere questioni controverse nel vigore dell'attuale disciplina: si pensi alle clausole di mero gradimento, al divieto assoluto ma temporaneo al trasferimento delle azioni, all'introduzione ed alla soppressione di clausole limitative della circolazione, etc..

Mentre per le obbligazioni sembrerebbe potersi affermare una naturale vocazione alla libera trasferibilità, secondo il regime cartolare scelto dalla società emittente, per gli strumenti finanziari *ex art. 2346*, comma 6, c.c., viene espressamente prevista la scelta ad opera dello statuto – e quindi da parte dell'assemblea straordinaria, in caso di successiva creazione di strumenti finanziari non previsti originariamente nell'atto costitutivo – sulla loro trasferibilità o intrasferibilità, nonché, se del caso, sul regime di circolazione. Si potrebbe cogliere anche in questo aspetto un altro elemento che conferma la natura ibrida o comunque variabile del nuovo strumento finanziario previsto dalla riforma, particolarmente idoneo anche all'attuazione di operazioni negoziate con specifici investitori.

Anche sotto tale profilo si può quindi condividere la considerazione di chi vede nella società per azioni derivante dalla riforma un modello adatto non solo alle società "aperte" – siano esse quotate in mercati regolamentati o con titoli diffusi – bensì anche alle realtà imprenditoriali di rilevanti dimensioni, che, pur rimanendo "chiuse", sono caratterizzate da una struttura finanziaria complessa, risultante da un insieme di rapporti con diverse categorie di soggetti, quali gli azionisti, gli obbligazionisti, i grandi finanziatori, i fondi chiusi, etc. (Marchetti).

L'indagine potrebbe poi proseguire con l'esame di altri aspetti, che mi limiterò qui a segnalare brevemente.

Il primo di essi è quello della sussistenza del *diritto di opzione* dei soci (o di coloro che già sono in possesso di analoghi strumenti finanziari) nel momento in cui nuovi strumenti finanziari vengono emessi. La questione, espressamente disciplinata per le azioni e le obbligazioni, sembra

doversi risolvere in senso negativo per gli strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c., ma potrebbe porsi in chiave problematica laddove questi ultimi divenissero (come in precedenza ipotizzato con tutte le riserve del caso) mezzi di raccolta di capitali di rischio, a fronte di una porzione del patrimonio netto della società, seppur diversa dal capitale sociale. Parimenti difficile, inoltre, è pensare di attribuire ai possessori di tali strumenti finanziari il diritto di opzione sull'emissione di azioni, ordinarie o di speciali categorie, da parte della stessa società emittente: siffatto diritto si risolverebbe in una compressione del diritto di opzione spettante agli azionisti, con una limitazione che non sarebbe deliberata di volta in volta, bensì prevista a monte dallo statuto, in violazione dei precetti imperativi della seconda direttiva comunitaria.

Anche il tema dell'*acquisto da parte della società* rappresenta un elemento di disciplina cui può essere dedicato un cenno. Si osservi infatti che la regola della sterilizzazione dei diritti amministrativi spettanti ai titoli acquistati dalla stessa società emittente – regola dettata *mutatis mutandis* sia per le azioni che per le obbligazioni – appare applicabile, in via analogica, anche per il caso di acquisto di strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c., mentre non si riscontrano, a prima vista, ragioni per interrogarsi sull'opportunità di estendere a tale fattispecie il limite quantitativo del 10 per cento previsto dall'art. 2357 c.c. per il caso di acquisto di azioni proprie.

Infine, si può ricordare la disciplina dell'organizzazione della classe dei possessori dei titoli della medesima natura. Invariate sotto questo profilo le norme dedicate alle azioni ed alle categorie speciali di azioni in particolare (art. 2376 c.c.), nonché alle obbligazioni (artt. 2415 ss. c.c.), si nota la totale mancanza di una disciplina, anche di natura suppletiva, relativamente ai portatori di strumenti finanziari partecipativi, cui fa eccezione il disposto dell'art. 2447-*octies* c.c., dedicato all'assemblea speciali dei titolari di strumenti finanziari che partecipano all'affare dei patrimoni destinati, costruito ad immagine e somiglianza della disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti, alla quale fa altresì ampio rinvio.

Al di là di ciò, il silenzio del legislatore sul punto non fa altro che ribadire quanto già osservato sulla natura elastica e poco tipizzata degli strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c., nonché sulla scelta del legislatore di lasciare quasi totalmente all'autonomia negoziale il compito

di delineare e regolare, anche sotto il profilo organizzativo, questo *tertium genus* di titoli emessi dalle società per azioni.