

Didia Lucarini

IL FINANZIAMENTO DELLA SOCIETÀ COOPERATIVA*

1. Premessa

Dalle recenti vicende finanziarie che hanno coinvolto le società cooperative emerge, oltre che un rinnovato interesse per il capitalismo cooperativo, la necessità di individuare ed analizzare quel complesso sistema normativo che consente alle cooperative di «far finanza», cioè di intervenire direttamente sul mercato dei capitali per accedere alle risorse finanziarie indispensabili a sostenere la loro crescita e la loro competitività.

Il finanziamento delle società cooperative costituisce uno dei profili più qualificanti della riforma societaria del 2003, nella quale si disegna una specifica disciplina che, nelle intenzioni del legislatore, vuole essere una risposta ad esigenze da tempo avvertite e non ancora definitivamente risolte dal movimento cooperativo. Le imprese cooperative, infatti, da sempre evidenziano una notevole sottocapitalizzazione, ossia i capitali cui possono far ricorso sono significativamente inferiori a quanto sarebbe necessario e soprattutto sono inferiori ai capitali di cui dispongono le concorrenti imprese lucrative¹.

La riforma si fa carico di questo problema predisponendo un quadro normativo, forse non troppo chiaro², ma sicuramente innovativo rispetto al passato, atto a favorire l'ampliamento dei canali di finanziamento delle imprese

* *Il presente scritto sviluppa lo spunto offerto dalla relazione «Il finanziamento delle società cooperative» tenuta al Convegno «Riforma delle società e piccole e medie imprese», svoltosi a Macerata nei giorni 2 e 3 dicembre 2003.*

¹ Vedi F. Galgano, *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003, p. 512, che sottolinea come le cooperative, in quanto imprese, abbiano sempre più bisogno di disponibilità finanziarie per raggiungere dimensioni aziendali ottimali, per l'ammodernamento tecnologico degli impianti, per la pubblicità dei prodotti e così via. Di «nanismo finanziario» delle cooperative parla anche L.F. Paolucci, *Le società cooperative dopo la riforma*, Padova, 2004, p. 133.

² Per una organizzazione sistematica dei dati normativi vedi G. Racugno, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in «Banca, borsa e tit. cred.», 2004, I, p. 589.

cooperative, anche di quelle piccole e medie, molto numerose e in costante aumento nella nostra realtà economica, la cui raccolta di capitali, al di fuori del canale bancario e del finanziamento pubblico, soprattutto regionale, è sempre stata problematica.

Prima della novella, infatti, una cooperativa poteva acquisire risorse finanziarie, oltre che con la vendita di partecipazioni cooperative³, essenzialmente attraverso tre strumenti: il prestito dei soci, l'emissione di azioni di sovvenzione e di azioni di partecipazione cooperativa secondo quanto disposto dalla l. n. 59/92, l'emissione di obbligazioni, permessa solo nel 1998 dalla l. n. 488. A livello poi di normazione secondaria⁴, era stata consentita alle cooperative l'emissione di cambiali finanziarie e di certificati di investimento, ma a condizioni talmente gravose da ostacolarne o addirittura precluderne l'effettiva utilizzazione.

Le nuove norme civilistiche permettono ora a tutte le cooperative, sia a quelle a mutualità prevalente sia alle c.d. «diverse»⁵, di emettere strumenti finanziari, non tipizzati e non meglio identificati, il cui contenuto varia a seconda che la cooperativa adotti il modello della società a responsabilità limitata, riservato alla piccola impresa cooperativa, con meno di 20 soci o con un attivo patrimoniale non superiore a un milione di euro, ovvero quello della società per azioni⁶.

³ Vedi R. Costi, *Autonomia statutaria e nuove modalità di finanziamento delle imprese cooperative*, in *Gli statuti delle imprese cooperative dopo la riforma del diritto societario*, a cura di F. Vella, Torino, 2004, p. 33.

⁴ Vedi le Istruzioni della Banca d'Italia (Circolare 21 aprile 1999, n. 229, pubblicata in *Suppl. Straord. alla Gazz. Uff.* n. 119 del 24 maggio 1999) che, in attuazione della Delibera CICR del 3 marzo 1994 e del Decreto del Ministro del Tesoro del 29 marzo 1995 in tema di raccolta del risparmio tra il pubblico, hanno consentito alle cooperative di utilizzare le cambiali finanziarie e i certificati di investimento, purché i bilanci degli ultimi tre esercizi siano in utile e i titoli siano assistiti da una garanzia, non inferiore al 50% del loro valore di sottoscrizione, rilasciata da soggetti vigilati (banche, assicurazioni, intermediari finanziari di cui all'art. 107 T.U. bancario).

⁵ Anche se in base alla legge delega tale possibilità sembrava riservata solo alle cooperative «diverse» (art. 5, comma 2, lett. b)), il nuovo art. 2514 include, tra i requisiti della cooperativa a mutualità prevalente, «il divieto di remunerare gli strumenti finanziari offerti in sottoscrizione ai soci cooperatori in misura superiore a due punti rispetto al limite massimo previsto per i dividendi». Pertanto anche una cooperativa a mutualità prevalente potrà emettere strumenti finanziari nel rispetto dei suddetti limiti che valgono però solo per i soci cooperatori, non anche per i soci finanziatori. Vedi M. Bigelli e R. Genco, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative: verso il mercato dei capitali?*, in «Le società», 2005, p. 857.

⁶ Alla luce dell'art. 38 del d.lgs. n. 310/2004, contenente «Integrazioni e correzioni alla disciplina del diritto societario e al Testo unico in materia bancaria», l'art. 2526, sull'emissione di strumenti finanziari da parte delle cooperative, non si applica alle banche popolari e alle banche di credito cooperativo (cfr. ora l'art. 150-*bis* T.U. bancario). In argomento vedi E. Cusa, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, Milano, 2006, p. 71.

Ciò premesso, con questo scritto si cercherà di verificare come la riforma abbia inciso sulle tradizionali forme di finanziamento delle cooperative per poi soffermarsi sulle norme, invero alquanto confuse, relative al nuovo regime degli strumenti finanziari, la cui nozione, risalente al d.lgs. n. 58/98 (T.U. finanziario), è – come noto – molto ampia e generica, strumenti che ampliano notevolmente il raggio d'azione delle società cooperative nell'ambito della sollecitazione del pubblico risparmio e, quindi, del loro intervento diretto nel mercato dei capitali.

2. Il prestito sociale

Da tempo il prestito dei soci rappresenta nelle cooperative un prezioso strumento per il reperimento di risorse finanziarie⁷ e si concretizza nell'apporto da parte dei soci persone fisiche di capitali rimborsabili, di solito a breve e medio termine, a fronte del quale vengono di norma corrisposti interessi⁸. Da tale definizione chiara risulta la differenza rispetto al conferimento di capitale di rischio e alle obbligazioni che possono essere sottoscritte anche da soggetti non soci e che sono rimborsabili a medio e lungo termine.

Nonostante l'importanza e il costante sviluppo di tale istituto, la sua disciplina è stata soprattutto di carattere fiscale⁹. Neanche la legge n. 59 del 1992, che rappresenta il più significativo intervento normativo in tema di coopera-

⁷ Il prestito sociale interessa soprattutto la grande distribuzione e quindi le cooperative di consumo, ma è attivo anche nelle cooperative di produzione e lavoro. Sull'entità del fenomeno vedi «Il Sole-24 Ore – Plus» del 12 dicembre 2005.

⁸ In argomento vedi S. Mazzaresse, *Impresa cooperativa e finanziamento*, Napoli, 1980; G. Bollino, *La convenzione sulla garanzia del prestito sociale*, in «Giur. comm.», 1985, I, p. 463.

⁹ – Art. 12 della l. n. 127/1971: esenzione, a certe condizioni, dalla vecchia imposta di ricchezza mobile degli interessi sulle somme che, oltre alla quota di capitale sociale, i soci versano alla società cooperativa;

– art. 13 del d.p.r. n. 601/1973: esenzione dall'Ilor degli interessi che i soci percepiscono a fronte dei prestiti sociali;

– art. 20 del d.l. n. 95/1974: previsione di una ritenuta alla fonte a titolo di imposta del 10% sugli interessi e sui redditi di capitale corrisposti dalla società cooperativa ai propri soci.

Più recentemente:

– art. 1, comma 465, della l. n. 311/2004 (legge finanziaria per il 2005);

– d.lgs. n. 84/2005 recante «Attuazione della direttiva 2003/48/CE in materia di tassazione dei redditi da risparmio sotto forma di pagamenti di interessi»;

– d.m. 1° aprile 2005 sull'adeguamento triennale del tetto massimo depositabile da ciascun socio prestatore;

– d.m. 24 maggio 2005 che aggiorna la misura degli importi fissi dell'imposta di bollo.

Su tali ultime disposizioni normative vedi G. Malusà, *Prestito sociale: recenti interventi legislativi*, in «Coop. e consorzi», 2005, p. 425.

tive dopo la legge Basevi del 1947, definisce e disciplina il prestito sociale, limitandosi, all'art. 10, a prendere atto della rilevanza dell'istituto e ad elevare gli importi massimi che ciascun socio può versare, e, all'art. 20, a prevedere un meccanismo di indicizzazione triennale¹⁰.

Sarà merito della normazione regolamentare del CICR e della Banca d'Italia che, tenendo conto del fenomeno e del numero dei soggetti coinvolti, pone limiti alla raccolta tra soci, per prevenire un possibile esercizio abusivo di attività bancaria, e assoggetta l'istituto alla disciplina della trasparenza delle condizioni contrattuali di cui al T.U. bancario¹¹.

Nessuna specifica disposizione dedica la riforma societaria al prestito sociale. L'unica norma relativa al «finanziamento dei soci» è quella dell'art. 2467 con riferimento alla società a responsabilità limitata¹², tipo o modello sociale che – come già detto – può essere adottato, a certe condizioni, dalla società cooperativa. Si tratta di una nuova norma che prevede la postergazione del rimborso del finanziamento dei soci rispetto alla soddisfazione degli altri creditori. Nel caso il rimborso avvenga nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società esso deve essere restituito.

Non mi sembra, tuttavia, che tale disposizione possa essere riconducibile al prestito sociale di società cooperativa per due motivi.

Innanzitutto, l'istituto del prestito sociale trova quasi esclusiva diffusione, nel settore del credito al consumo, in cooperative di grandi dimensioni e non in cooperative piccole alle quali, nell'ottica della riforma, è consentita la forma giuridica della società a responsabilità limitata.

Inoltre, mal si concilia con il nostro istituto la definizione di «finanziamenti dei soci», intesi come «quelli in qualunque forma effettuati, che sono

¹⁰ L'art. 59 della l. n. 448 del 1998 prevede solo che i limiti individuali del prestito da soci per le cooperative edilizie di abitazione siano equiparati a quelli previsti per le cooperative di conservazione, lavorazione, trasformazione ed alienazione di prodotti agricoli e per le cooperative di produzione e lavoro.

¹¹ In base alla Delibera CICR del 1994 e alle Istruzioni della Banca d'Italia del 1999, la raccolta di risparmio presso soci era:

- preclusa alle cooperative finanziarie;
- consentita senza alcun limite alle cooperative non finanziarie con 50 o meno soci;
- consentita nel limite di tre volte il patrimonio per le cooperative non finanziarie con più di 50 soci, con la precisazione che tale limite viene elevato a cinque volte il patrimonio quando il complesso dei prestiti sociali è garantito, almeno per il 30%, da soggetti vigilati ovvero quando la cooperativa aderisce ad uno schema di garanzia dei prestiti sociali che fornisce una adeguata tutela agli investitori. In queste due ultime ipotesi occorre comunque una previsione statutaria e l'indicazione in appositi regolamenti delle modalità di raccolta.

¹² In argomento vedi G.B. Portale, *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in «Banca, borsa e tit. cred.», 2003, I, p. 663, secondo il quale «le norme contenute nell'art. 2467 esprimono *principi generali di diritto dell'impresa* come tali sicuramente applicabili a *tutte* le società di capitali».

stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento». In tal caso, infatti, il finanziamento dei soci si configura – come esplicita la stessa Relazione – solo formalmente come capitale di credito, sostanziandosi come capitale proprio, contrariamente a quanto si verifica nel prestito sociale di società cooperativa che formalmente e sostanzialmente si presenta come capitale di credito¹³.

Se tale interpretazione è esatta, non resta che concludere che per la disciplina del prestito sociale bisogna far riferimento esclusivamente alla normativa regolamentare del CICR recentemente modificata dalla Delibera n. 1058 del 19 luglio 2005, al fine di coordinare il tema della raccolta del risparmio, anche tra i soci, con la riforma societaria. Tale Delibera, alla quale dovranno aggiungersi le nuove Istruzioni della Banca d'Italia, riconferma la possibilità per le società cooperative di raccogliere risparmio presso i soci, con modalità diverse dall'emissione di strumenti finanziari¹⁴, purché tale facoltà sia prevista in statuto e non abbiano più di 50 soci. Qualora la cooperativa abbia un numero di soci superiore a 50, tale raccolta è consentita solo se non eccede il triplo del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale limite viene elevato al quintuplo qualora la raccolta sia garantita per almeno il 30% da soggetti che dovranno essere individuati dalle Istruzioni applicative della Banca d'Italia¹⁵, ovvero

¹³ Vedi A. Bassi, *Delle imprese cooperative e delle mutue assicuratrici*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1988, p. 460; R. Genco, *Diritto delle società cooperative*, Rimini, 1999, p. 79; G. Malusà, *Il prestito sociale nelle cooperative*, supplemento a «Coop. e consorzi», n. 2, 2003, p. 22; R. Sabadini, *Applicabilità dell'art. 2467 c.c. al deposito sociale in cooperativa*, in «Coop. e consorzi», 2003, p. 352; G. Di Cecco, *Il capitale e le altre forme di finanziamento*, in *Le cooperative prima e dopo la riforma del diritto societario*, a cura di G. Marasà, Padova, 2004, p. 521. Di contrario avviso, prima della riforma, P. Abbadessa, *Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali: una proposta di soluzione*, in «Giur. comm.», 1988, I, p. 497.

Ma vedi G. Bonfante, *sub art. 2526*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 2493, secondo il quale si applicherà l'art. 2467 all'ipotesi in cui i sottoscrittori di titoli di debito, in una cooperativa s.r.l., siano gli stessi soci, con la possibile postergazione del rimborso dei finanziamenti dei soci rispetto agli altri creditori in sede di liquidazione e la revocatoria della somma rimborsata nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento.

¹⁴ Per l'art. 1 della Delibera «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...». Non c'è più quindi il riferimento specifico alle cambiali finanziarie e ai certificati di investimento, da intendersi ricompresi nella più ampia nozione di strumento finanziario.

¹⁵ Ricordiamo che tali soggetti sono, alla luce delle attuali Istruzioni, le banche, le società finanziarie iscritte nell'elenco di cui all'art. 107 T.U. bancario e le imprese di assicurazione.

aderisca ad uno schema di garanzia le cui caratteristiche dovranno anche esse essere indicate nelle medesime Istruzioni. Resta comunque preclusa alle cooperative la raccolta di fondi a vista e ogni forma di raccolta collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento (art. 6)¹⁶.

3. Le azioni di sovvenzione e le azioni di partecipazione cooperativa

Il legislatore della riforma non interviene neanche sulle azioni di sovvenzione e sulle azioni di partecipazione cooperativa, introdotte dalla legislazione cooperativistica del 1992 (art. 4 e artt. 5 e 6 della l. n. 59) che, al fine di favorire il finanziamento endogeno delle cooperative, aveva previsto per la prima volta accanto alla tradizionale figura del socio cooperatore quella del socio finanziatore.

Tali nuove figure di finanziatori non hanno avuto grande fortuna, sia per il confuso e forse troppo costrittivo testo legislativo che le disciplinava, sia per la difficoltà di contemperare lo scopo mutualistico, tipico di tutte le cooperative, con lo scopo dei finanziatori, tesi ad ottenere la più alta remunerazione possibile del capitale investito¹⁷.

Malgrado ciò, il legislatore della riforma del 2003 – come precisa la Relazione di accompagnamento – non ha ritenuto opportuno abrogare tali strumenti di finanziamento *speciali* che pertanto dovrebbero aggiungersi agli altri strumenti finanziari oppure rientrare, quale *species*, nel *genus* più ampio degli strumenti finanziari¹⁸. L'alternativa non è priva di conseguenze pratiche. Infatti, se si aderisce alla prima interpretazione si avrebbero due distinte discipline, spesso confliggenti tra di loro. Si pensi, ad esempio, all'art. 4 della l. n. 59 secondo cui i voti attribuiti ai soci sovventori non devono superare

¹⁶ Alle cooperative finanziarie non è consentita la raccolta del risparmio presso soci con modalità diverse dall'emissione di strumenti finanziari (art. 9, comma 4).

¹⁷ Per i motivi di tale insuccesso vedi F. Alleva, *Riflessioni sulla riforma del diritto cooperativo italiano*, in «Le società», 2002, p. 159.

¹⁸ E. Cusa, *Strumenti finanziari e soci finanziatori nelle cooperative*, in «Coop. e consorzi», 2003, p. 166, secondo il quale il combinato disposto dell'art. 4, comma 2, della l. n. 59/92 e dell'art. 2526, comma 2, cod. civ. induce a ritenere che «qualora i sovventori non rientrassero nella categoria dei possessori degli strumenti finanziari con diritto di voto, potrebbe verificarsi la seguente assurda situazione: l'insieme di queste due categorie di finanziatori sarebbe in grado di esercitare fino a i due terzi dei voti in assemblea». Dello stesso Autore vedi ora, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, cit., p. 30. Vedi anche R. Genco, *La struttura finanziaria, in La riforma delle società cooperative*, a cura di R. Genco, Milano, 2003, p. 95. Cfr. G. Fauceglia, *Luci ed ombre nella nuova disciplina delle società cooperative*, in «Corr. giur.», 2003, p. 1389, secondo il quale «l'introduzione degli strumenti finanziari ha finito per sostituire le azioni di sovvenzione e le azioni di partecipazione cooperativa».

un terzo dei voti spettanti a tutti i soci e il corrispondente art. 2526 in cui il limite del terzo dei voti è calcolato più restrittivamente in base alla effettiva partecipazione ad ogni assemblea. Sembra, pertanto, più convincente la seconda interpretazione in base alla quale sia le azioni di sovvenzione sia le azioni di partecipazione cooperativa debbono considerarsi assorbite dal più generico contenitore costituito dagli strumenti finanziari con la conseguenza che la disciplina prevista dalla l. n. 59 dovrà necessariamente essere coordinata con i nuovi principi e le nuove regole introdotti dalla riforma, tenendo conto che il nuovo regime dovrebbe prevalere sul vecchio, almeno per quanto concerne le sue disposizioni vincolistiche imperative¹⁹. Così, se la cooperativa è a mutualità prevalente, varrà anche per le azioni di sovvenzione e per le azioni di partecipazione cooperativa il vincolo della irripartibilità delle riserve indivisibili (art. 2545-ter), così come varranno i limiti di remunerazione previsti dall'art. 2514, lett. b) e c), qualora siano detenute da soci operatori. Resteranno invece valide le disposizioni della l. n. 59 con riguardo ai presupposti indispensabili per l'emissione delle azioni di sovvenzione (previsione statutaria della costituzione di fondi per lo sviluppo tecnologico o per la ristrutturazione o il potenziamento aziendale) e per le azioni di partecipazione cooperativa (previsione statutaria di procedure di programmazione pluriennale finalizzate allo sviluppo o all'ammodernamento aziendale)²⁰.

4. Le obbligazioni

Nel testo della riforma non si rinviene alcuna disciplina specifica per l'emissione di obbligazioni da parte delle società cooperative, emissione resa possibile dall'art. 58 della l. n. 448/1998 e regolamentata dalla Delibera CICR 3 maggio 1999. In base a tali provvedimenti una cooperativa²¹ poteva emettere obbligazioni per un ammontare che, unitamente alla raccolta mediante cambiali finanziarie e certificati di investimento, non poteva eccedere il limite del capitale versato e delle riserve risultante dall'ultimo bilancio approvato.

¹⁹ Così E. Belbello e R. Genco, *Il patrimonio netto delle cooperative: novità della riforma*, in «Coop. e consorzi», 2003, p. 171. Vedi anche A. Bartalena, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in «Banca, borsa e tit. cred.», 2004, p. 300.

²⁰ Vedi A. Bartalena, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, cit., p. 300; G. Bonfante, *Il socio sovventore e la riforma del diritto cooperativo*, in «Gestione cooperativa», n. 4, 2005, p. 1, che sottolinea il diverso orientamento delle centrali cooperative che, nei modelli di statuto predisposti, hanno configurato le azioni di sovvenzione come titoli aggiuntivi rispetto agli strumenti finanziari; M. Bigelli e R. Genco, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative: verso il mercato dei capitali?*, cit., p. 853.

²¹ La raccolta obbligazionaria era preclusa alle cooperative finanziarie di cui agli artt. 106 e 113 e consentita alle cooperative finanziarie vigilate ex art. 107 T.U. bancario.

Questo limite non coincideva con quello generale previsto dal rinnovato art. 2412 per l'emissione obbligazionaria di società per azioni, individuato nel doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili ed anche parzialmente derogabile in caso di sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale e quando le obbligazioni sono garantite da ipoteca su immobili. Quindi un limite sensibilmente diverso rispetto a quello posto per le cooperative.

Il problema che si poneva era allora quello relativo all'applicabilità o meno alle società cooperative della nuova disciplina sul prestito obbligazionario prevista per la società per azioni. In assenza di una specifica disposizione normativa, due erano le possibili soluzioni:

- ritenere applicabile la nuova disciplina anche alle cooperative²², ampliando così notevolmente le loro possibilità di raccolta tramite emissioni obbligazionarie e quindi ritenere implicitamente abrogata la regolamentazione del CICR, ovvero

- mantenere per le cooperative i vecchi limiti, considerando che la riforma ha loro offerto nuove e ulteriori possibilità di finanziamento.

Una soluzione definitiva a tale alternativa viene fornita ora dalla Delibera CICR n. 1059 del 2005 che, abrogando le precedenti disposizioni del 1999, stabilisce che l'importo complessivo delle emissioni di strumenti finanziari di raccolta del risparmio (obbligazioni, titoli di debito e altri strumenti finanziari con obbligo di rimborso) effettuate da società cooperative, comprese quelle che adottano il modello della società a responsabilità limitata, non deve eccedere il limite previsto dall'art. 2412 cod. civ. (art. 4)²³.

5. Gli strumenti finanziari

Come già anticipato, la riforma riconosce in modo esplicito e generale e non più solo a livello di disciplina speciale che le cooperative possono accedere al mercato dei capitali, prevedendo nell'atto costitutivo l'emissione di strumenti finanziari, secondo la disciplina prevista per la società per azioni²⁴.

²² Come ritiene G. Di Cecco, *Il capitale e le altre forme di finanziamento*, cit., p. 521.

²³ Alle cooperative finanziarie l'art. 9 della Delibera consente l'emissione di strumenti finanziari di raccolta alle stesse condizioni previste per tutte le società che svolgono l'attività di concessione di finanziamenti tra il pubblico sotto qualsiasi forma. Se la cooperativa finanziaria è costituita in forma di società a responsabilità limitata, il comma 3, dell'art. 9 subordina l'emissione di strumenti finanziari di raccolta al rispetto di quanto previsto nell'ultimo comma dell'art. 2526 cod. civ.

²⁴ Organo competente all'emissione dovrebbe essere l'assemblea straordinaria per gli strumenti finanziari partecipativi e il consiglio di amministrazione per i titoli di debito. Così G.

Così recita il primo comma dell'art. 2526, un articolo che, seppure giustamente ritenuto oscuro e sibillino, costituisce oggi la base del nuovo sistema di finanziamento della cooperazione.

L'ambiguità emerge netta innanzitutto nella rubrica «soci finanziatori e altri sottoscrittori di titoli di debito», come se ci fosse una corrispondenza, sicuramente improponibile, tra le due categorie. L'espressione «titoli di debito», inoltre, non viene più richiamata nel testo dell'articolo, dove si usa, all'ultimo comma, un'espressione diversa, anch'essa non coincidente – come meglio vedremo in seguito – con quella usata nella rubrica, cioè quella di «strumenti privi di diritti di amministrazione».

Ciò premesso, per cercare di comprendere questo nuovo sistema di finanziamento introdotto dalla riforma, è opportuno distinguere la società cooperativa a seconda che adotti il modello della società per azioni o quello della società a responsabilità limitata.

5.1. Nella cooperativa per azioni

Il modello della cooperativa per azioni è preso in considerazione dal primo comma della suddetta norma, che appunto rinvia alla disciplina della società per azioni sull'emissione di strumenti finanziari. Se chiara è l'intenzione del legislatore di assimilare le cooperative alle società lucrative ed attuare quindi il principio, espresso nella legge delega, di pari opportunità di finanziamento delle imprese societarie, meno chiaro è il significato del sintagma «strumento finanziario» riferibile rispettivamente alla società per azioni e alla società cooperativa.

Nel nuovo impianto sistematico del codice civile²⁵, la società per azioni può emettere, oltre che azioni ed obbligazioni, così come nuovamente disciplinate dalla riforma, strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, dotati di *diversi* diritti patrimoniali e amministrativi (art. 4, comma 6, legge delega). Si legittima in tal modo quello che genericamente viene definito l'«atipico», si legittimano cioè i c.d. titoli «ibridi» (certificati di investimento, cambiali finanziarie), titoli a cavallo tra azioni e obbligazioni che differiscono dalle azioni perché:

- emessi a fronte di apporti non imputabili a capitale;

Bonfante, *sub art. 2526*, cit., p. 2491; A Lolloi, *sub art. 2526*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, p. 2710. Vedi anche G. Racugno, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, cit., p. 584.

²⁵ Vedi gli artt. 2346, comma 6, 2349, comma 2, 2351, comma 5, 2411, comma 3, 2447-ter, comma 1, lett. e), 2447-octies.

– dotati di diritti patrimoniali, che non possono mai mancare, e solo eventualmente di diritti amministrativi, restando tuttavia escluso il diritto di voto in assemblea «generale»²⁶;

che differiscono dalle obbligazioni perché:

– non è previsto alcun limite alla loro emissione, ad eccezione di quelli che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società (art. 2411, ultimo comma);

– possono attribuire il diritto di nominare un componente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o un sindaco, diritto chiaramente precluso agli obbligazionisti;

– sono emessi a fronte di un apporto, di danaro o di opera o servizi, mentre le obbligazioni sono emesse sempre e soltanto a fronte di un apporto in danaro.

Se si attribuisce all'espressione «strumento finanziario» il significato ristretto di cui sopra²⁷ e se le osservazioni che precedono sono esatte, gli strumenti finanziari sono stati pensati, nella disciplina della società per azioni, come titoli diversi dalle azioni e dalle obbligazioni²⁸, titoli «neutri», il cui contenuto è rimesso alla volontà delle parti, che concorrono ad ampliare la gamma degli strumenti di finanziamento della società²⁹.

In considerazione del rinvio operato dall'art. 2526 alla disciplina prevista per la società per azioni, tale conclusione dovrebbe valere anche per le cooperative³⁰, ma il legislatore, nello stesso articolo, statuisce che gli strumenti

²⁶ Si lascia così aperta la possibilità di votare nell'assemblea speciale dei portatori di strumenti finanziari (art. 2376). Come è stato giustamente sottolineato, l'esclusione del diritto di voto è fortemente ridimensionata dall'art. 2351, ultimo comma, secondo il quale gli strumenti finanziari «possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati». Così M.S. Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in «Dir. banc e merc. fin.», 2003, p. 211.

²⁷ Vedi in tal senso F. Corsi, *La nuova spa: gli strumenti finanziari*, in «Giur. comm.», 2003, I, p. 414 e in *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003, pp. 165 ss.

²⁸ Vedi M.S. Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, cit., p. 205 e G. Racugno, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, cit., p. 573.

²⁹ Vedi M. Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in «Banca, borsa e tit. cred.», 2003, I, p. 532, che sottolinea la natura di fattispecie «residuale» degli strumenti finanziari. Id., *La riforma della struttura finanziaria delle cooperative: azioni e ibridi verso la quotazione?*, in *Gli statuti delle imprese cooperative dopo la riforma del diritto societario*, cit., p. 109. In argomento vedi anche M. Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in «Banca, borsa e tit. cred.», 2003, I, p. 542; A. Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in «Riv. soc.», 2004, p. 1268.

³⁰ Come ritiene il compianto G.F. Campobasso, nell'edizione del 2003 del *Manuale di diritto commerciale*, p. 345. Vedi anche A. Bassi, *Le società cooperative*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di V. Buonocore, Torino, 2003, p. 259, che accanto ai soci cooperatori e ai

finanziari emessi dalla cooperativa, contrariamente a quanto previsto per gli strumenti finanziari di società per azioni, possono attribuire ai possessori, se l'atto costitutivo lo consente, anche il diritto di voto e il conseguente diritto di recesso, secondo la disciplina della società per azioni³¹ (art. 2526, commi 2 e 3)³², ponendo i seguenti limiti inderogabili, tesi a contemperare l'accesso ai nuovi strumenti di finanziamento e la salvaguardia dei caratteri mutualistici della cooperativa:

– intangibilità delle riserve indivisibili, nel senso che i privilegi previsti nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale non possono estendersi alle suddette riserve;

– mantenimento della prevalenza del potere deliberativo in capo ai soci cooperatori, con la previsione che ai possessori di strumenti finanziari non può essere attribuito più di un terzo dei voti³³ spettanti all'insieme dei soci presenti o rappresentati in ciascuna assemblea generale (art. 2526, comma 2)³⁴: il soggetto investitore deve essere una minoranza; le finalità solidaristi-

soci cooperatori che hanno sottoscritto strumenti finanziari partecipativi e non, pone i finanziatori non soci ma con diritto di voto e i finanziatori non soci senza voto, escludendo, quindi, che il finanziatore con diritto di voto possa assumere la qualifica di socio.

³¹ L'esplicito richiamo alla disciplina della società per azioni in materia di recesso è giustificato dal fatto che non avrebbe avuto senso estendere al socio finanziatore le cause di recesso previste per il socio cooperatore, basate sul rapporto mutualistico.

³² Recita, infatti, il secondo comma dell'art. 2526: «L'atto costitutivo stabilisce i diritti di amministrazione e patrimoniali attribuiti ai possessori di strumenti finanziari...», e al terzo comma: «il recesso dei possessori di strumenti finanziari con diritto di voto è disciplinato dagli artt. 2437 e seguenti». Si veda anche l'art. 2545-*decies*, in tema di trasformazione, che prevede la conversione in partecipazioni ordinarie degli *strumenti finanziari con diritto di voto*.

Il d.lgs. n. 37/2004, sulle modifiche al d.lgs. n. 6/2003, ha previsto la sostituzione dell'espressione «i diritti di amministrazione o patrimoniali» con quella «i diritti patrimoniali o anche amministrativi», che è la stessa di quella utilizzata nell'art. 2346, comma 6, per la società per azioni. *Ratio* di tale sostituzione è quella di consentire alle cooperative l'emissione di strumenti finanziari che comunque attribuiscono diritti patrimoniali, configurandosi i diritti amministrativi (in particolare il diritto di voto) solo come eventuali e – come sottolinea la Relazione di accompagnamento – attribuibili solo a chi è titolare di diritti patrimoniali. Vedi E. Belli, *Il decreto correttivo della riforma societaria*, in «Coop. e consorzi», 2004, p. 146. La modifica sembra confermare che possono esserci strumenti finanziari con diritti patrimoniali e amministrativi che attribuiscono la qualità di socio e titoli di debito che, in quanto privi di diritti amministrativi, non attribuiscono tale qualifica. Vedi G. Bonfante, *sub art. 2526*, cit., p. 2487.

³³ In base all'art. 5, comma 2, lett. e) della legge delega e all'art. 2538, sembra che il voto dei finanziatori debba essere commisurato *pro quota* di capitale conferito. Così R. Genco, *La riforma delle società cooperative: prime osservazioni sulle nuove forme di finanziamento*. Intervento al Convegno organizzato dalla Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense, Roma, 26 giugno 2003. Nello stesso senso A.M. Petrucci, *Prime osservazioni sulla nuova disciplina dei soci finanziatori nella società cooperativa*, in «Coop. e consorzi», 2003, p. 256.

³⁴ Diversamente da quanto previsto per i soci sovventori che in base all'art. 4 della l. n.

che della cooperativa devono essere prioritarie rispetto alle aspettative lucrative dei finanziatori;

– contenimento della remunerazione degli strumenti finanziari nelle cooperative a mutualità prevalente, previsto nell'art. 2514, comma 1, lett. b)³⁵;

– limitazioni al diritto di voto degli strumenti finanziari offerti in sottoscrizione ai soci cooperatori, per evitare posizioni di potere individuale incompatibili con la causa mutualistica (art. 2538, comma 2).

Fermi restando questi limiti, è l'attribuzione del diritto di voto e del diritto di recesso consentita dall'art. 2526 che induce a ritenere che la nozione di strumento finanziario non coincida con quella ristretta dell'art. 2346 dato che sembra ricomprendere, come suggerisce la rubrica dell'articolo che si riferisce ai *soci finanziatori*, oltre ai titoli ibridi, anche azioni sottoscritte dai soci finanziatori e imputate a capitale sociale³⁶. Tale interpretazione estensiva dell'espressione «strumenti finanziari»³⁷, che però non tiene conto della diversa disposizione comunitaria in tema di Società cooperativa europea (SCE)³⁸, si ritiene avallata dalla nozione molto ampia che ne dà il T.U. finanziario che all'art. 1, comma 2, comprende, sia pure ai fini della disciplina dei mercati e degli intermediari, azioni ed obbligazioni³⁹. Se si accetta questa

59/92 non possono avere più di un terzo dei voti spettanti a tutti i soci. La limitazione, variabile in funzione della effettiva partecipazione all'assemblea dei soci cooperatori, mira «ad impedire che la prevalenza dei voti dei soci finanziatori sia determinata in modo surrettizio dall'assenteismo dei soci cooperatori». Così R. Genco, *La struttura finanziaria*, cit., p. 97.

³⁵ In base a tale disposizione normativa, gli strumenti finanziari offerti in sottoscrizione ai soci cooperatori non possono essere remunerati in misura superiore a due punti rispetto al limite massimo previsto per i dividendi. Quindi, stando al d.m. 14 marzo 2003, $5,50 + 2,5 + 2 = 10$ per cento. Nessun limite viene invece previsto per i finanziatori ai quali peraltro non si applicano neanche i limiti relativi alle quote e alle azioni di cui all'art. 2521.

³⁶ Per una critica a tale impostazione vedi R. Costi, *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, in «Banca, borsa e tit. cred.», 2005, p. 127, secondo cui l'imputazione a capitale sociale si avrà solo nel caso in cui «gli strumenti finanziari forniti di diritto di voto vengano emessi a fronte di beni che potrebbero essere anche oggetto di conferimento».

³⁷ Vedi E. Cusa, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, cit., p. 28, che include nella nozione di «strumento finanziario cooperativo» non solo gli strumenti finanziari «a contenuto (parzialmente) atipico, ma anche le azioni e le obbligazioni».

³⁸ Infatti l'art. 64 del Reg. CE n. 1435 del 22 luglio 2003 (in GUCE L 207 del 18 agosto 2003), relativo allo Statuto della Società cooperativa europea (SCE) consente alla SCE l'emissione di «titoli diversi dalle quote o di obbligazioni privi di diritto di voto», la cui acquisizione «non conferisce la qualità di socio». I detentori di tali titoli, che hanno solo un diritto di partecipazione all'assemblea generale, possono se lo statuto lo consente, riunirsi in assemblea speciale.

³⁹ Vedi C. Rabitti Bedogni, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in «Dir. banc. e merc. fin.», 2004, p. 185. Il T.U. finanziario, inoltre, presuppone la trasferibilità dei titoli che per gli strumenti finanziari di società per azioni può mancare (in base all'art. 2346,

interpretazione estensiva della nozione di strumento finanziario⁴⁰ è evidente che le possibilità di finanziamento delle società cooperative si ampliano a dismisura giacché una cooperativa potrà emettere:

- obbligazioni, peraltro evocate dall'espressione «titoli di debito» utilizzata nella rubrica dell'art. 2526;
- titoli di debito riconducibili all'ipotesi prevista dall'art. 2411, comma 3;
- azioni cooperative sottoscritte solo dai soci cooperatori⁴¹;
- azioni di sovvenzione ed azioni di partecipazione cooperativa, non abrogate dalla riforma;
- strumenti finanziari privi di diritti di voto, diversi dalle azioni, anche di categorie speciali, e dalle obbligazioni, così come, sia pur genericamente, individuati per la società per azioni dall'art. 2346, comma 6, il cui contenuto è rimesso all'autonomia statutaria, cioè strumenti finanziari tipici, perché previsti dalla norma, ma con contenuto atipico⁴², secondo la nota espressione di Portale. Sarà, infatti, l'atto costitutivo a stabilire i diritti patrimoniali o i diritti amministrativi diversi dal diritto di voto da attribuire ai possessori di strumenti finanziari. I sottoscrittori di tali strumenti finanziari, non imputabili a capitale sociale, saranno qualificabili non come soci ma come meri finanziatori;
- strumenti finanziari, emessi a fronte di conferimenti e quindi imputabili a capitale sociale, con diritti amministrativi, in particolare con diritto di voto e conseguente diritto di recesso, qualificabili come azioni⁴³, che rendono così

comma 6 (lo statuto può infatti escludere la circolazione del titolo) e per quelli di cooperativa può essere sottoposta a particolari condizioni (art. 2526, comma 2). Il d.lgs. n. 37/2004, in modifica al T.U. finanziario, inserisce al comma 2 dell'art. 2, dopo la lett. *b*), la lett. *b*)-*bis*, con la quale aggiunge «gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile».

⁴⁰ Così anche G. Di Cecco, *Il capitale e le altre forme di finanziamento*, cit., p. 512.

⁴¹ Vedi E. Tonelli, *sub art. 2526*, in *La riforma delle società. Società cooperative*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, p. 91, secondo il quale gli strumenti finanziari possono essere sottoscritti sia da soci cooperatori che da finanziatori che assumeranno la qualifica di soci solo in quanto lo strumento finanziario sottoscritto sia rappresentativo di una partecipazione alla società e fornisca diritti patrimoniali o amministrativi ovvero solo diritti patrimoniali; le azioni, invece, possono essere sottoscritte solo da soci cooperatori.

⁴² Potranno essere strumenti rappresentativi della posizione di associato, buoni di partecipazione, che consentono il diritto di intervenire in assemblea, di partecipare alla discussione, di impugnare le delibere invalide, ecc., buoni di opzione, che concedono il diritto patrimoniale per l'esercizio del diritto di opzione, buoni di godimento forniti di diritti patrimoniali. Vedi P. Grosso, *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in «Le società», 2003, p. 1311.

⁴³ Sicuramente non si applica a queste azioni il limite quantitativo al possesso valido solo per le azioni cooperative (art. 2525, comma 4), mentre dubbia è l'applicabilità dell'art. 2351, comma 2. Per l'inapplicabilità vedi M. Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*

possibile definire il soggetto sottoscrittore come socio finanziatore⁴⁴, come d'altra parte suggerisce la rubrica dell'art. 2526. Che possano esserci aumenti di capitale *diversi* da quelli conseguenti all'ingresso di nuovi soci cooperatori che, come è noto, non costituisce variazione del capitale sociale, sembra d'altra parte confermato dall'art. 2524, comma 3, che richiama appunto l'art. 2438⁴⁵, e dall'art. 2525, comma 4, che espressamente riconosce la figura del socio finanziatore⁴⁶;

– strumenti finanziari a favore dei lavoratori dipendenti della società (art. 2349, peraltro ritenuto applicabile alla società cooperativa dall'art. 2525, comma 5)⁴⁷;

– strumenti finanziari di partecipazione all'affare dei patrimoni destinati di cui all'art. 2447-ter, comma 1, lett. e). Invero tale norma non è mai richiamata nella nuova disciplina della cooperazione per cui dubbia è la possibilità che la cooperativa possa costituire un patrimonio destinato ad uno specifico affare. Tuttavia il rinvio, per quanto non previsto, alla disciplina della società per azioni contenuto nell'art. 2519, comma 1, e quello limitato all'emissione di strumenti finanziari di cui all'art. 2526 fanno propendere per una possibile utilizzazione da parte del settore della cooperazione dell'istituto del patrimonio destinato a condizione che sia riconducibile a finalità mutualistiche⁴⁸.

nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni, cit., p. 539; G. Bonfante, *La compatibilità e/o l'applicabilità delle norme in materia di spa e di srl alle società cooperative*, in *Gli statuti delle imprese cooperative dopo la riforma del diritto societario*, cit., p. 127; per l'applicabilità E. Belbello e R. Genco, *Il patrimonio netto delle cooperative: novità della riforma*, cit., p. 171. La norma, infatti, sembra contrastare con il principio del voto capitario dei soci cooperatori, principio che, alla luce dell'art. 5, comma 2, lett. e) e dell'art. 2538, non dovrebbe però trovare applicazione per i soci finanziatori.

⁴⁴ F. Di Sabato, *Diritto delle società*, Milano, 2003, p. 521.

⁴⁵ Così E. Tonelli, *sub art. 2526*, cit., p. 93.

⁴⁶ E. Cusa, *Strumenti finanziari e soci finanziatori nelle cooperative*, cit., p. 168. che sottolinea come la qualità di socio finanziatore spetti solo al finanziatore il cui apporto sia imputato a capitale sociale. Pertanto, in base alle nuove norme civilistiche e alle disposizioni della l. n. 59/92 la cooperativa deve imputare a capitale sociale il finanziamento ricevuto a fronte del quale abbia emesso azioni di sovvenzione, azioni di partecipazione cooperativa strumenti finanziari dotati di diritti di amministrazione.

⁴⁷ Vedi G. Bonfante, *La compatibilità e/o l'applicabilità delle norme in materia di spa e di srl alle società cooperative*, cit., p. 128, che prospetta un'applicazione della norma alla figura dei soci «in prova», di cui all'art. 2527.

⁴⁸ G. Bonfante, *La compatibilità e/o l'applicabilità delle norme in materia di spa e di srl alle società cooperative*, cit., p. 133, che ritiene l'applicazione dell'istituto nel settore cooperativo al momento «solo futuribile». L'A. nella sua relazione al Convegno di Bologna del 7 febbraio 2003 su «Gli statuti delle imprese cooperative dopo la riforma del diritto societario» aveva proposto come esempio di applicabilità dell'istituto al settore cooperativo l'ipotesi di una cooperativa di abitazione che destini parte del suo patrimonio per la gestione di un centro ricreativo o ad un ricovero per anziani.

Le possibilità di finanziamento della cooperativa si ampliano ulteriormente grazie all'art. 2525 che ritiene applicabili alla cooperativa gli artt. 2346, 2347, 2348, 2349, 2354, 2355, in quanto compatibili con la disciplina cooperativa.

Pertanto la cooperativa potrà anche emettere:

- azioni con remunerazione maggiorata o diversa incidenza delle perdite (art. 2348), con le quali si potrebbero predeterminare, a favore dei finanziatori, forme di compensazione del diritto al ristorno spettante ai cooperatori;
- azioni emesse a favore dei prestatori di lavoro (art. 2349).

Se poi si considera il rinvio generale alle norme della società per azioni previsto dall'art. 2519 o quello più specifico alla nozione ampia di «strumento finanziario», data dal T.U. finanziario, la cooperativa potrà emettere, verificata sempre la compatibilità con i principi mutualistici, anche:

- azioni correlate, *ex art.* 2350, i cui diritti patrimoniali sono determinati in funzione dell'andamento della società in un determinato settore;
- azioni riscattabili, *ex art.* 2437-*sexies*, che consentirebbero al socio di uscire dalla società, in alternativa al recesso, in maniera più vantaggiosa⁴⁹.

Dal punto di vista soggettivo, pertanto, potranno individuarsi quali sottoscrittori di strumenti finanziari:

- i soci cooperatori: artt. 2538, comma 2, 2545-*quinquies*, comma 3, lett. a), 2545-*sexies*, ultimo comma;
- i soci cooperatori delle cooperative a mutualità prevalente: art. 2514, comma 1, lett. b);
- i soci finanziatori, sottoscrittori di strumenti finanziari con diritti amministrativi, *id est* con diritto di voto;
- i finanziatori non soci, sottoscrittori di strumenti finanziari privi di diritti di amministrazione.

Questa variegata gamma di strumenti di finanziamento, consentendo la convivenza, nell'ambito della società cooperativa, di soci cooperatori, cui spetterà il governo della società, di soci finanziatori e di meri finanziatori cui spetterà il conferimento di risorse finanziarie, potrà sicuramente svolgere una funzione di rilievo per la patrimonializzazione cooperativa, anche se la complessità e l'ambiguità della disciplina, nonché l'interpretazione forse troppo estensiva della stessa, potrebbero causare contrasti tra scelte mutualistiche e scelte lucrative di non facile composizione⁵⁰.

⁴⁹ Lo ritengono possibile M. 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. 538; E. Belbello e R. Genco, *Il patrimonio netto delle cooperative: novità della riforma*, cit., p. 173; A. Sarti, *Strumenti finanziari: rinvio alla disciplina della s.p.a.*, in «Coop. e consorzi», 2004, p. 708.

⁵⁰ Così A. Bassi, *Le società cooperative*, cit., p. 260. Vedi anche E. Cusa, *Il socio finanzia-*

5.2. Nella cooperativa a responsabilità limitata

Quest'ampia scelta di mezzi finanziari concessa dal legislatore alle cooperative per azioni viene sensibilmente ridimensionata per le cooperative che abbiano scelto il modello della società a responsabilità limitata, in considerazione della natura «chiusa» di tali società, per le quali si detta una disciplina scarna e ancora una volta confusa.

Come è noto, alla società a responsabilità limitata il legislatore della riforma ha vietato la possibilità di raccogliere finanziamenti presso il pubblico. L'art. 2468 dispone, infatti, che le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di sollecitazione all'investimento. Una società a responsabilità limitata, pertanto, può collocare esclusivamente *titoli di debito* presso *investitori professionali* soggetti a vigilanza prudenziale (intermediari autorizzati, società di gestione del risparmio, SICAV, fondi pensione, imprese di assicurazione, ecc.⁵¹), i quali rispondono della solvenza della società emittente in caso di successivo trasferimento dei titoli a soggetti che non siano investitori professionali (art. 2483).

Alla cooperativa che adotta il modello della società a responsabilità limitata il legislatore consente, invece, di offrire in sottoscrizione strumenti *privi di diritti di amministrazione* solo a *investitori qualificati*, intendendosi per tali quelli costituiti ai sensi della l. n. 49/1985, i fondi mutualistici e i fondi pensione costituiti da società cooperative (Cooperlavoro, Previcoper) (art. 2526, ultimo comma), e non viene prevista alcuna garanzia di solvenza della società⁵².

L'evidente non coincidenza delle due discipline, nonché lo scarso rigore terminologico del legislatore, pone seri problemi interpretativi con riferimento innanzitutto ai possibili sottoscrittori degli strumenti finanziari che, sebbene individuati nella cooperativa in termini alternativi rispetto al regime di riferimento della società a responsabilità limitata, dovrebbero essere sia gli investitori istituzionali non cooperativi sia gli investitori cooperativi⁵³.

Ulteriore problema pone la diversa natura dei titoli che possono essere collocati dalla società a responsabilità limitata e dalla cooperativa a respon-

tore nelle cooperative, cit., p. 44, secondo il quale «in presenza di soci finanziatori... la coopspa deve emettere due tipologie di azioni: una attributiva della qualità di socio cooperatore... e l'altra attributiva della qualità di finanziatore...».

⁵¹ Vedi l'art. 31 del Regolamento Consob concernente la disciplina degli intermediari (Deliberazione 1° luglio 1998, n. 11522 e successive modifiche).

⁵² Come già detto, all'art. 2526 rinvia ora l'art. 4 della Delibera CICR n. 1058 per l'emissione di strumenti finanziari di raccolta da parte di cooperative s.r.l.

⁵³ Vedi G. Bonfante, *sub art. 2526*, cit., p. 2492; G. Racugno, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, cit., p. 592.

sabilità limitata: titoli di debito nel primo caso, strumenti privi di diritti di amministrazione nel secondo, anche se nella rubrica dell'art. 2526 si fa riferimento ad «altri sottoscrittori di titoli di debito»⁵⁴.

È fuori di dubbio che le due categorie non sono identiche:

– il titolo di debito è un documento suscettibile di circolazione dal quale risulta una promessa di pagamento di somme di danaro e che è rilasciato a fronte e in funzione di una provvista di capitale di credito da parte dell'emittente (così le obbligazioni)⁵⁵. Pertanto il titolo di debito non consente una partecipazione al capitale e il sottoscrittore si pone come mero creditore della società;

– il titolo privo di diritti amministrativi e dotato di diritti patrimoniali, invece, rappresenta una categoria più ampia in quanto può consentire una partecipazione al capitale, essendo esclusi solo i diritti amministrativi e il sottoscrittore partecipare quindi al rischio di impresa, potendo essere il titolo collegato ai risultati economici della società.

La non coincidenza può essere superata ritenendo l'espressione «altri titoli di debito» riferibile a tutte le cooperative che pertanto potranno emettere obbligazioni⁵⁶, come d'altra parte già consentito dal legislatore, e l'espressione «strumenti privi di diritti di amministrazione» riferita solo alle cooperative a responsabilità limitata che potranno finanziarsi emettendo titoli che attribuiscono solo diritti patrimoniali collegati ai risultati dell'attività economica. Che il legislatore abbia voluto adottare un diverso trattamento per i titoli dei due tipi di società sembra confermato dal fatto che per la cooperativa non è ripetuta la speciale garanzia della solvibilità dell'emittente a tutela degli acquirenti successivi dei titoli di debito di società a responsabilità limitata diversi dagli investitori professionali⁵⁷, anche se in tal modo si riconosce ingiustificatamente per le cooperative un minor bisogno di tutela, dato che è loro consentito emettere strumenti finanziari più rischiosi e meno garantiti di quelli della società a responsabilità limitata, a meno che non si ritenga implicito il rinvio alle norme di quest'ultima nell'ipotesi in cui gli investitori qua-

⁵⁴ In argomento vedi V. Salafia, *Titoli di partecipazione e di debito*, in «Le società», 2004, p. 281.

⁵⁵ Così P. Spada, *L'emissione di titoli di debito nella «nuova» società a responsabilità limitata*, in «Riv. soc.», 2003, p. 803.

⁵⁶ G. Bonfante, *sub art. 2526*, cit., p. 2493.

⁵⁷ Così E. Tonelli, *sub art. 2526*, cit., p. 94. Vedi anche L.F. Paolucci, *Le società cooperative dopo la riforma. Appendice, sub art. 2526*, Padova, 2004, p. 52; A. Bartalena, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, cit., p. 304; G. Racugno, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, cit., p. 592.

lificati consentano la circolazione dei titoli e il loro collocamento presso soggetti non investitori e non soci⁵⁸.

Le considerazioni fin qui svolte sembrerebbero escludere la possibilità per una cooperativa s.r.l. di emettere azioni di sovvenzione e azioni di partecipazione cooperativa⁵⁹, tuttavia parte della dottrina e della giurisprudenza⁶⁰ sembra ammettere tale possibilità rilevando che il limite di offrire in sottoscrizione strumenti privi di diritti amministrativi *solo* a investitori qualificati, consente ad una cooperativa s.r.l. di emettere titoli con diritti amministrativi attribuibili a chiunque senza limitazioni⁶¹.

6. Conclusioni

Sia pure con un gioco complesso di rinvii, ambiguità e confusioni linguistiche, che, per giustificarmi, imputerò a quello che è stato definito il legislatore Azzecagarbugli⁶², spero di aver dimostrato quanto grande sia la libertà e quanto ampia sia l'autonomia concesse dal legislatore della riforma alle cooperative, segnatamente alle cooperative per azioni, nel creare e modellare i contenuti degli strumenti necessari a soddisfare le loro esigenze finanziarie, pur nel rispetto dei limiti imperativi tesi a preservare i valori sociali che storicamente le connota.

⁵⁸ Così G. Fauceglia, *Luci ed ombre nella nuova disciplina delle società cooperative*, cit., p. 1388. vedi anche R. Costi, *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, cit., p. 124.

⁵⁹ R. Costi, *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, cit., p. 124. In giurisprudenza Trib. Perugia 15 marzo 2005, sulla quale vedi A. Sarti, *Cooperativa s.r.l. e soci sovventori: soluzioni giurisprudenziali opposte*, in «Coop. e consorzi», 2005, p. 455.

⁶⁰ Trib. Mantova 22 febbraio 2005 con nota di A. Sarti, *op. loc. ult. cit.*

⁶¹ È questa la tesi di R. Costi, *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, cit., p. 123, secondo il quale una cooperativa s.r.l. può emettere titoli di debito, e non anche di rischio, negoziabili, forniti di diritti amministrativi senza i limiti previsti dall'art. 2526 e titoli di debito privi di diritti di amministrazione riservati a investitori qualificati. Questo orientamento è stato accolto dal Ministero delle Attività Produttive che in risposta ad un quesito formulato dalla Confcooperative, in data 20 novembre 2004, ha affermato che «... le società cooperative cui si applicano le norme sulla s.r.l. possono legittimamente offrire in sottoscrizione gli strumenti previsti dagli artt. 4 e 5 della legge 59/92». Evidente è il fine di consentire a cooperative di piccole dimensioni il ricorso, in passato molto frequente in fase di avvio di attività, ai soci sovventori, di solito società finanziarie. Vedi anche G. Bonfante, *sub art. 2526*, cit., p. 2493, che ritiene ammissibile l'emissione solo di azioni di partecipazione cooperativa, prive di diritti amministrativi. In argomento vedi E. Cusa, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, cit., p. 46.

⁶² M.S. Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, cit., p. 207.

Per l'esercizio di questa grande opportunità, forse sarebbe stato più opportuno porre regole *ad hoc* per le cooperative, senza ricorrere ai rinvii, spesso pericolosi in termini di compatibilità e di chiarezza, alla disciplina della società per azioni e della società a responsabilità limitata, in particolare regole tese ad evitare il pericolo di un'eccessiva «finanziarizzazione» della cooperativa, che – come si è visto – potrà emettere gli strumenti finanziari più vari e diversi, anche atipici. Un passo importante è stato compiuto dall'Autorità competente a regolamentare la raccolta del risparmio tra il pubblico che ha individuato, sia pur genericamente, gli strumenti finanziari, fissando limiti alla loro emissione e determinandone durata e taglio⁶³, che dovranno essere meglio specificati dalle Istruzioni della Banca d'Italia, e sarà anche compito delle associazioni di categoria individuare prassi operative coerenti, nonché caratteristiche e tecniche di emissione per evitare il rischio paventato da Vincenzo Buonocore⁶⁴ che l'autonomia si trasformi in anarchia, che le cooperative abusino della libertà loro concessa avventurandosi in percorsi finanziari pericolosi, non sinergici con l'attività mutualistica. Solo così, credo, le novità normative in un prossimo futuro potranno determinare conseguenze estremamente rilevanti sul rapporto tra cooperative e mercati finanziari⁶⁵.

⁶³ In tal senso il d.lgs. n. 37/2004 in modifica all'art. 11 del T.U. bancario.

⁶⁴ V. Buonocore, *Conclusioni. Relazione di sintesi*, al Convegno «Gli Statuti delle imprese cooperative dopo la riforma del diritto societario», in *Gli statuti delle imprese cooperative dopo la riforma del diritto societario*, cit., p. 151.

⁶⁵ Vedi R. Costi, *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, cit., p. 133, secondo cui gli strumenti di finanziamento delle cooperative dovranno essere «dotati della tipizzazione necessaria per la creazione di un mercato secondario e per consentire che gli stessi siano oggetto di scambi organizzati ed eventualmente negoziati sui mercati regolamentati». Sulla quotabilità delle «azioni lucrative» di società cooperative e sulla creazione di scambi organizzati vedi anche M. Lamandini, *La riforma della struttura finanziaria delle cooperative: azioni e ibridi verso la quotazione?*, cit., p. 113; G. Racugno, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, cit., p. 587.

