

ANDREA NIUTTA

STRUMENTI FINANZIARI NEI PATRIMONI DESTINATI  
EX ART. 2447/BIS, I COMMA, LETT. A):  
UN NUOVO MEZZO DI FINANZIAMENTO  
NEL DIRITTO DELLE SOCIETÀ PER AZIONI  
E UN NUOVO PRODOTTO FINANZIARIO  
PER IL MERCATO?

Estratto da:

RIVISTA DEL DIRITTO COMMERCIALE  
E DEL DIRITTO GENERALE DELLE OBBLIGAZIONI  
N. 1-2-3 (Gennaio-Febrero-Marzo) 2006

PICCIN NUOVA LIBRARIA S.P.A.  
CASA EDITRICE DR. FRANCESCO VALLARDI

**STRUMENTI FINANZIARI NEI PATRIMONI DESTINATI EX  
ART. 2447/BIS, I COMMA, LETT. A): UN NUOVO MEZZO DI  
FINANZIAMENTO NEL DIRITTO DELLE SOCIETÀ PER  
AZIONI E UN NUOVO PRODOTTO FINANZIARIO  
PER IL MERCATO?**

SOMMARIO: 1. Le ragioni della ricerca: una fattispecie nuova? - 2. Strumenti finanziari partecipativi e strumenti finanziari di partecipazione: non coincidenza delle fattispecie e ragioni della soluzione normativa. - 3. Profili causali e partecipativi: perché si può prevedere un diritto di partecipazione agli utili dell'affare? - 4. Segue: partecipare ai risultati dell'affare e controllarne la gestione (anche con modalità endo-societarie). - 5. L'art. 11, comma III e ss. TUB: l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione non costituisce raccolta tra il pubblico (ma questi non rappresentano una partecipazione che possa diventare di per sé rilevante). - 6. L'emissione: competenza e limiti. - 7. Il rimborso, la remunerazione e le prospettive concorsuali (*arg. ex artt. 155-156 l. fall.*). - 8. Gli strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma II, TUF come categoria relativamente chiusa e carattere unitario del concetto normativo legato alla lett. b/*bis*. - 9. Conclusioni: quali prospettive d'impiego per l'istituto?

Oggetto di questo studio sono gli strumenti finanziari di partecipazione ai patrimoni destinati (*ex art. 2447/ter, I comma, lett. e, c. c.*). Si tratta di una "quidditas" caratterizzata da novità su vari versanti, specie se tali strumenti finanziari vengono messi in relazione agli strumenti finanziari partecipativi<sup>1</sup> ora regolati in altre disposizioni dello stesso codice civile, e quando poi sono considerati nell'ottica della previsione novellata del TUF (per come risulta ora, a seguito del d.lgs. n. 37/2004).

In particolare, occorre anzitutto valutare se la fattispecie degli "strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile", inserita ora all'art. 1, comma II, lett. b/*bis*) TUF, comprende o meno tutti gli strumenti finanziari nuovi, inseriti dalla rifor-

(1) U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in questa *Rivista*, 2006, I, p. 145 ss., accosta tutte le ipotesi di strumenti finanziari partecipativi alla categoria del *Mezzanine-Kapital* (o *mezzanine*) nota in ambito internazionale per racchiudere ipotesi di *venture capital*.

ma nel codice civile<sup>2</sup>. S'intende poi acclarare, in caso di risposta positiva, se siano ricavabili elementi, in termini di un'interpretazione sistematica ed analogica, utili a definire meglio anche il contenuto e l'oggetto della disposizione del I comma, lett. e) dell'art. 2447/ter c. c. Viceversa, in caso di risposta anche parzialmente negativa - se, cioè, gli strumenti finanziari di partecipazione al patrimonio destinato non risultassero sempre negoziabili sul mercato dei capitali<sup>3</sup> - è da verificare se la disciplina degli artt. 2447/ter ss. sia di per sé sufficiente o se occorra comunque riferirsi (mancando la possibilità d'invocare l'applicazione del TUF) al TUB o ad altre discipline generali (come le regole codicistiche sui titoli di credito<sup>4</sup>) o di settore

(2) In senso negativo - con specifico riferimento agli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, VI comma, c.c., piuttosto che agli strumenti finanziari di partecipazione a patrimoni destinati - G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in questa *Rivista*, 2006, I, p. 177 ss.; l'A. sostiene che essi "pur essendo stati concepiti anche in funzione di un'emissione in serie, non sono necessariamente assoggettati alla negoziazione sui mercati regolamentati" (di cui all'art. 1, comma 2, lett. b/bis del TUF introdotta con il d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37) né devono di per sé essere rappresentati da titoli standardizzati, creati nel contesto di operazioni "di massa" e unitarie (come le obbligazioni), potendo invece risultare "destinati ad attuare operazioni negoziate con specifici investitori"; in tal senso U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, p. 147.

(3) Secondo la dottrina appena citata (v. U. TOMBARI e G. GIANNELLI), il carattere specifico degli strumenti finanziari partecipativi (idoneo a differenziarli dalle obbligazioni e - almeno in parte - dagli altri strumenti finanziari di cui all'art. 2411, III comma, c.c.) può essere indicato nella mancata previsione di un obbligo di rimborso, tale da porre anche i loro titolari nella posizione di "residual claimants" (in modo analogo agli azionisti).

Se gli strumenti finanziari di partecipazione all'affare fossero da ricomprendere nella categoria degli strumenti partecipativi, o comunque potessero anche rivestirne i caratteri, non dovrebbero essere necessariamente negoziabili sul mercato dei capitali.

Tuttavia, non sembra di poter accedere a conclusioni del genere, sia per ragioni desumibili dalla normativa (e, in specie, dalle lett. d-e dell'art. 2447/ter, I comma, c.c., nonché dal nuovo art. 156 L. fall.), che per ragioni di sistema (v. *infra*).

(4) M. PORZIO, *sub art. 12*, in *Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 383. Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. BELLI, G. CONTENTO, A. PATRONI GRIFPI, M. PORZIO e V. SANTORO, Bologna, 2003, p.219 ss. (spec. p. 221), rileva che la previsione - nel medesimo T.U.B. - di un art. 12 dopo l'art. 11 vale a distinguere una raccolta "cartolarizzata" (realizzata, cioè, con l'emissione di titoli di credito o documenti di legittimazione) e quella non cartolarizzata. Lo stesso A., peraltro, nel prosieguo - a p. 2227, precisamente - definisce come "documenti di legittimazione" alcuni titoli di deposito (come i buoni fruttiferi e i certificati di deposito) tipicamente in uso per la raccolta bancaria cartolarizzata, se emessi come titoli nominativi.

(come, ad es., la normativa bancaria<sup>5</sup> o antiriciclaggio<sup>6</sup>).

Bisogna poi considerare la disciplina degli strumenti finanziari di partecipazione, in ordine al diritto societario e dei mercati finanziari<sup>7</sup>, anche per saggiare i margini di elasticità del tipo<sup>8</sup> (e quindi lo spazio riconosciuto all'autonomia negoziale e statutaria<sup>9</sup>).

E comunque il caso di procedere per gradi, prima passando sommarariamente in rassegna le nuove ipotesi ora ricondotte nella fattispecie degli strumenti finanziari. Poi, occorre verificare se sussiste una necessaria corrispondenza biunivoca tra gli strumenti finanziari partecipativi e gli strumenti finanziari di partecipazione all'affare cui si riferisce il patrimonio destinato. Infine, si dovrà dare un contenuto a quella previsione, verificando:

a) anzitutto, se la differenza terminologica segnala una distanza nella struttura (cioè anche nell'oggetto) e quindi nella disciplina applicabile a quegli strumenti;

b) se, invece, la distanza debba essere riscontrata solo sul piano funzionale (o anche su quello);

(5) Un aspetto rilevante è legato all'applicazione dell'art. 11 TUB, che chiarisce se e quando l'emissione di strumenti finanziari costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico; cfr. P. FERRO-LUZZI, *L'attività bancaria, in La nuova legge bancaria. Il T.U. delle leggi sull'intermediazione bancaria e creditizia e le disposizioni di attuazione. Commentario*, a cura di P. FERRO-LUZZI e G. CASTALDI, I, Milano, 1996, p. 209 ss., spec. p. 239 ss.; adde V. TROIANO, *sub art. 11*, in AA. VV., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. CAPRIGLIONE, I, Padova, 2001 (seconda ed.), p. 94 ss.; per un raffronto con lo "stato dell'arte" subito dopo l'emanazione del TUB, cfr. *Id.*, *sub art. 11*, in AA. VV., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 1994, p. 69 ss.

(6) Cfr. A. URBANI, *Disciplina antiriciclaggio ed ordinamento del credito*, Padova, 2005, p. 227 ss.; sull'impatto delle misure antiriciclaggio in tema di circolazione dei titoli di credito v. ancora P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 1992, p. 112 ss.

(7) Cfr., per un approccio del genere - applicato però specificamente alle azioni - G. GUZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, 2000, p. 121 ss.

(8) Sulla questione cfr., tra gli altri, L. SALAMONÉ, *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milano, 1995, p. 38 ss.; P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, cit., p. 91 ss.

(9) Cfr. S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, 2005, p. 31 ss., sulla tipologia di incentivi azionari - quali *stock options* e "restricted stocks" previsti a livello internazionale. Sulla varietà tipologica di strumenti finanziari derivati - *warrant* - previsti in ambito azionario v. già F. GUERRERA, *I "warrant" azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, p. 3, nota 7, per un accenno alle differenze dei cc. dd. *warrant* obbligazionari.

c) inoltre, se si debba riscontrare una difformità delle discipline relative a ciascuna categoria, e se possa ritenersi giustificata;

d) si deve anche precisare se tutta la "panòpia" degli strumenti finanziari introdotta dalla riforma rientri nella elencazione novellata del TUF, e quale valore debba oggi essere riconosciuto alla stessa;

e) infine, si potrà concludere considerando se tutta la dovizia di strumenti finanziari di cui sopra possa trovare un utile impiego nel contesto dei patrimoni destinati, oppure se alcuni di quegli strumenti siano incompatibili con una separazione patrimoniale "forte".

È chiaro che una trattazione sistematica potrebbe eccedere le finalità di questo studio, ma è ineludibile l'istanza di provvedere, sia pure sommariamente, a tentare di ridefinire i rapporti tra codice civile e Testi Unici della Banca e della Finanza, dal momento che in tale prospettiva sembra essersi mosso lo stesso Legislatore, sia con il primo "correttivo" della Riforma (il già citato d.lgs. n. 37/2004), che con il secondo (emanato, in applicazione dell'art. 1, comma V, della l. n. 366/2001, il 28 dicembre 2004, con il n. 310).

**1. Le ragioni della ricerca: una fattispecie nuova?**

L'art. 3 del d.lgs. n. 37/2004, inserendo dopo l'art. 9.47 del d.lgs. n. 6/2003 un nuovo art. 9.48, ha modificato l'art. 1, comma II, TUF<sup>10</sup> con la previsione di una lett. b/bis), comprensiva degli "strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile".

(10) Usa il termine - di origine greca (nella Grecia classica "panòpia" era l'insieme delle armi dell'oplita, cioè della fanteria pesante) - anche L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, p. 166 ss., spec. p. 171; v. anche M. LAMANDINI, *Gli strumenti finanziari emessi dalle società cooperative*, in *questa Rivista*, 2006, I, p. 209.

(11) G.F. CAMPOBASSO, *sub art. 1*, in *AA. VV., Testo Unico della Finanza, Commentario* a cura di G.F. CAMPOBASSO, I, Torino, 2002, p. 7, evidenzia come si tratti di un elenco tendenzialmente chiuso, in funzione delle logiche proprie del diritto dei mercati e degli intermediari finanziari (e della relativa riserva d'attività). L'innovazione di cui all'art. 3 d.lgs. n. 37/2004 sembra muoversi nella medesima linea: il Legislatore ha ulteriormente dimostrato - dopo l'introduzione *ex lege* delle *Asset Backed Securities* nel novero degli strumenti finanziari (ex art. 2, comma I, della l. n. 130/1999) - che l'ampliamento dell'elenco di cui all'art. 1, comma II, TUF può discendere (oltre che dal procedimento regolato dall'art. 18, comma V, lett. a), TUF), solo da un'apposita novella di quella disposizione.

Dunque, in base a questa disposizione, sembrerebbe possibile ricondurre a sistema in una categoria unitaria le fattispecie che sono ora regolati nel codice civile come nuovi strumenti finanziari, e che probabilmente<sup>12</sup> non possono essere compresi né tra le azioni<sup>13</sup> né

(12) M. LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *AA. VV., Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 97 ss., rileva come si vada attenuando in tutti i sistemi giuridici - continentali ed anglosassoni - la distanza tra *equity e debts*; in tal senso, da ultimo, C. CINCOTTI, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belges e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c. c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 221 ss., spec. p. 228; L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, cit., p. 168, opta per la distinzione tra *shares e bonds (o debentures)* rilevando che la prassi internazionale, oltre a queste due tipologie, conosce esclusivamente gli strumenti "ibridi"; avverso alla stessa possibilità (nonché all'utilità dogmatica) di configurare una categoria generale degli strumenti finanziari ibridi pare invece P. SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, p. 1 ss., spec. p. 9, dove definisce l'uso del termine "ibridi" come descrittivo o addirittura fuorviante.

L'impiego del termine per indicare una categoria "ad hoc" di strumenti finanziari (da definire appunto come ibridi), tuttavia, presenta sia evidenti agganci normativi (ad es., sempre nell'elencazione di cui all'art. 1, comma II, lett. f, TUF, nonché il disposto dell'art. 2411, comma III, c. c.), che il supporto del comune impiego della denominazione in ambito sia nazionale che internazionale (cfr., ad es., F. GUERRERA, *I "warrants" azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, cit., p. 22, che richiama L. FERNANDEZ DEL POZO, *Las atipicidad de los valores mobiliarios híbridos*, in *Rev. crit. der. immob.*, 1991, p. 1879 ss.).

La denominazione "ibridi", peraltro, esprime sia la vicinanza che la distanza rispetto alle ipotesi già ricondotte nelle categorie di cui alle lett. a) e b) dell'art. 1, comma II, TUF e, dal momento che la conoscenza necessaria di similitudini e differenze - fin da quando la filosofia classica si confronta con le questioni relative alla logica e alla dialettica - è del tutto evidente l'utilità di un approccio che consente, peraltro, anche di verificare quanta e quale parte della disciplina di azioni ed obbligazioni sia utile per integrare (almeno per via dell'interpretazione analogica) quella caratteristica degli strumenti finanziari partecipativi e di partecipazione.

Definisce i nuovi strumenti finanziari come ibridi, (argomentando - sulla base dell'art. 4, c. 6, lett. f della l. n. 366/2001 - che si possa trattare sia di strumenti partecipativi che di strumenti non partecipativi), C. RABITTI BEDOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *La riforma del diritto societario e le banche. Nuovi modelli, nuovi strumenti, opportunità e criticità*, Roma, 2004, p. 106.

(13) Cfr., a proposito degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, VI comma, c. c., A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2346*, in *AA. VV., Società di capitali. Commentario* a cura di G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, I, p. 262 ss., circa l'assoluta non rispondenza di tutta la disciplina delle azioni come frazione del capitale sociale.

Specificamente, circa l'impossibilità di ricondurre gli strumenti finanziari di partecipazione allo specifico affare (ex art. 2447/ter, I comma, lett. e, c. c.) alle azioni correlate, ma anche ai "titoli partecipativi analoghi alle azioni", G.E. COLOMBO, *tit. disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 30 ss., spec. p. 34; una posizione vagamente possibilista, invece, in A.

tra le obbligazioni<sup>14</sup>.

Per dare un contenuto alla categoria disegnata dal dettato novelato del TUF occorre passare almeno in rassegna la tipologia degli strumenti finanziari nuovi disciplinati dal codice. È opportuno - in ragione di un' almeno parziale eterogeneità delle disposizioni applicabili a ciascun tipo - distinguere tra<sup>15</sup>:

- strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, VI comma<sup>16</sup>, c.c. (e nel tipo potrebbero anche rientrare - come *species* connotata da

PACIELLO, *I nuovi prospetti contabili tra funzione informativa e funzione organizzativa*, in *Riv. dir. impr.*, 2003, p. 287 ss. Ha giudicato già l'istituto degli strumenti finanziari partecipativi - in ragione del rischio di applicazione analogica di disposizioni civilistiche in materia di capitale sociale, o comunque della disciplina comunitaria in ambito societario - una delle trappole più insidiose della riforma, M.S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2003, p. 205 ss., spec. p. 210.

(14) Sulla base degli argomenti che si sviluppano nel prosieguo. Ad ogni modo, la distinzione tra l'emissione di obbligazioni e le altre forme di finanziamento (che si realizzano anche con l'emissione di altre categorie di strumenti finanziari) costituisce da sempre un'acquisizione della migliore dottrina; v. A. NIGRO, *Le obbligazioni e le altre forme di finanziamento delle s.p.a.*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1999, I, p. 323 ss.

Sin d'ora, tuttavia, ci si riferisce alla tesi di A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1313, che - avendo individuato nella dazione di una somma di denaro la prestazione tipica dell'obbligazionista, e nel diritto al rimborso il carattere indefettibile dell'obbligazione come strumento finanziario - rimarca le differenze tra l'ipotesi e la fattispecie dello strumento finanziario partecipativo ai sensi dell'art. 2346, VI comma, c. c. (in cui, alla fine, sembra ricondurre quella degli strumenti finanziari di partecipazione ex art. 2447/ter, I comma, lett. e).

È da dire, tuttavia, che lo stesso art. 2411, al III comma, assoggetta alla medesima disciplina delle obbligazioni gli strumenti finanziari - comunque denominati (ed evidentemente differenti da quelli di cui ai primi due commi, sicuramente qualificabili come obbligazioni) - che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società. Non dubiterei della circostanza che possa trattarsi di strumenti finanziari partecipativi, mentre è chiaramente meno agevole ricondurre in quello stesso ambito strumenti finanziari che assoggettano il rimborso all'andamento economico non dell'intera attività sociale, ma di uno specifico affare.

(15) Si mutua, con qualche adattamento, la classificazione già proposta da A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1288.

(16) Per L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi"* ..., cit., p. 178, caratteristica degli strumenti finanziari in discorso è l'attribuzione ai titolari di un diritto alla liquidazione, per cui gli stessi si atteggiavano quali "residual claimants" in sede di liquidazione della società, in modo analogo ai titolari di azioni ordinarie (o "common shares"). In effetti, M. LAMANDINI, *Gli strumenti finanziari emessi dalle società cooperative*, cit., p. 217, li definisce come strumenti di "quasi capitale".

evidenti peculiarità nel procedimento d'emissione - quelli emessi ai sensi dell'art. 2349, II comma<sup>17</sup>;

- strumenti finanziari ibridi (che cioè, senza essere delle vere e proprie obbligazioni<sup>18</sup>, manifestano comunque un carattere di titolo di debito e quasi-obbligazione<sup>19</sup>), da regolare secondo l'art. 2411, comma III, c.c.;
- strumenti finanziari di partecipazione a patrimoni destinati, di cui all'art. 2447/ter, I comma, lett. e), nonché dell'art. 2447/sexies, II comma e dell'art. 2447/octies, c.c.

Non pare che le tre ipotesi appena indicate all'interno della categoria di cui alla lett. b/bis dell'art. 1, comma II, TUF possano essere ricostruite come una sola nuova fattispecie: infatti, non si riscontra né una sola denominazione, né soprattutto una disciplina necessariamente unitaria<sup>20</sup>.

Infatti, mentre gli strumenti finanziari partecipativi di cui agli artt. 2346 e 2349 c.c. trovano una ridottissima regolazione codicistica negli

(17) A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1282, evidenzia che il rapporto tra l'ipotesi dell'art. 2346, VI comma e quella di cui all'art. 2349, II comma, c. c. si presta ad essere inquadrato come relazione tra fattispecie generale e una speciale.

(18) Proprio per il fatto di prevedere sì un diritto al rimborso (che rappresenta l'elemento caratteristico degli strumenti finanziari che coincidono con le obbligazioni: A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1313), ma condizionato nell'*on* e nel *quantum* all'andamento dell'impresa sociale e, magari, anche una remunerazione che non si configura come un vero e proprio interesse - fisso o variabile che sia - ma, piuttosto, varia in dipendenza di parametri oggettivi, legati comunque alla performance della società (ai sensi dell'art. 2411, II comma), C. RABITTI BEOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, cit., puntualizza che i nuovi ibridi possono essere anche non partecipativi.

Sulla rilevanza sistematica dell'introduzione nel nostro ordinamento di ibridi, in cui tende a dissolversi la tradizionale contrapposizione tra azioni ed obbligazioni (nonché forse la categoria dogmatica che stabilisce una correlazione, nel diritto societario, tra potere e rischio d'impresa) A. GAMBINO, *Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma*, in *Riv. not.*, 2001, I, p. 282; Id., *Spunti di riflessione sulla riforma. L'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 641 ss.

(19) Ricorre alla denominazione per indicare la medesima fattispecie di cui all'art. 2411, III comma, c. c. M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 382 ss., spec. p. 388.

(20) Anche se pare possibile invocare l'applicazione analogica di norme dettate a proposito di ciascuna fattispecie per sofferire alle lacune eventualmente riscontrate nella regolazione di una delle altre (v. M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p. 402), dal momento che è possibile "l'appartenenza in concreto di un dato tipo di rapporto a due" classi.

artt. 2351, IV comma e 2376, II comma c.c. (compensata, invece, da un ampio rinvio all'autonomia statutaria<sup>21)</sup>), gli strumenti ibridi a carattere quasi obbligazionario sono ampiamente regolati - grazie al rinvio di cui all'art. 2411, III comma, c.c. - dalla disciplina della Sezione VII del Capo V (sulle obbligazioni)<sup>22</sup>, mentre gli strumenti finanziari di partecipazione sono comunque disciplinati nella Sezione XI (rispettivamente all'art. 2447/ter, I comma, lett. e, all'art. 2447/sestus e all'art. 2447/octies c.c.), oltre che con una serie di rimandi alla normativa sulle obbligazioni (artt. 2410-2420/ter, c.c.).

Semberebbe quindi utile concludere che la categoria racchiude al suo interno almeno tre distinte fattispecie, salva comunque la necessità di chiarire le relazioni tra le stesse, soprattutto per verificare se la disciplina dell'una può trovare un'applicazione in un'altra (e chiarire eventualmente in quale)<sup>23</sup>.

Inoltre, è da evidenziare che il TUF si riferisce agli strumenti finanziari che siano insieme sia previsti dal codice civile, sia "negoziabili sul mercato dei capitali", il che opera come un fattore di selezione nell'ambito della categoria degli altri strumenti finanziari previsti e definiti dal codice civile<sup>24</sup>. Infatti, si dà per inteso che non tutti gli strumenti finanziari del codice sono effettivamente oggetto di negoziazione (e quindi attualmente negoziati<sup>25</sup>) sui mercati finanziari in-

(21) Di cui all'art. 2346, VI comma, c. c. (seconda parte).

Ciò induce a ritenere che potrà essere solo la pratica statutaria, nella misura in cui la stessa possa divenire conoscibile a seguito di controversie e delle conseguenti vicende giurisdizionali, a definire in concreto la disciplina di quel tipo di strumenti finanziari (quanto ai diritti partecipativi riconosciuti ai titolari).

(22) Disciplina che potrebbe comunque permettere - quanto meno per alcune ipotesi di ibridi - un'applicazione analogica della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi, almeno con riferimento all'autonomia statutaria e alle competenze dell'assemblea straordinaria.

(23) A. PISANI MASSAMORILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1288 riferisce la possibilità di ipotesi miste, asserendo che possa crearsi una "commistione" tra le caratteristiche espresse dalla disciplina di ciascuna con quella di ognuna delle altre.

(24) V. U. TOMBARI, pp. 147-148; G. GIANNELLI, p. 177). La non essenzialità della negoziabilità come elemento delle fattispecie previste dal codice civile viene sostenuta anche da M. NOVATI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in *Studi sulla riforma del diritto societario. Studi e materiali*, Quaderni del Consiglio Nazionale del Notariato, Suppl. al fasc. 1/2004, Milano, 2004, p. 632.

(25) Come, peraltro, avviene nella stessa elencazione dell'art. 1, comma II, TUF alle lett. d-e), che si riferiscono invece agli strumenti "normalmente negoziati" sui mercati finanziari (da intendere, probabilmente, anche come quelli internazionali).

terni o internazionali, si da rendere plausibile una definizione che faccia riferimento solo ad un'astratta attitudine alla negoziazione<sup>26</sup> (ciò che, peraltro, pare sottintendere che non tutti gli strumenti finanziari previsti dal codice siano invece negoziabili). D'altro canto, bisognerà attendere un po' di tempo per trovare nella prassi finanziaria riscontri dell'eventuale successo di un istituto abbastanza nuovo<sup>27</sup>.

## 2. Strumenti finanziari partecipativi e strumenti finanziari di partecipazione: non coincidenza delle fattispecie e ragioni della soluzione normativa

Prima di verificare - nei limiti di quest'indagine - i rapporti tra le tre fattispecie, è il caso di focalizzare le relazioni tra gli strumenti finanziari di partecipazione e alcune figure ascrivibili nelle tipologie di cui alle lett. a-b) dello stesso art. 1, comma II, TUF, cioè azioni ed obbligazioni.

(26) Dunque, non alla circostanza che quegli strumenti finanziari siano già attualmente previsti tra i possibili oggetti delle negoziazioni dal regolamento di uno dei mercati regolamentati italiani o comunitari, anche perché il riferimento all'effettiva negoziazione non avrebbe potuto prescindere dall'eventuale previsione all'interno di sistemi di scambi organizzati (e, considerando che in Italia, stando a quanto risulta dai dati CONSOB, ne esistono oltre 300, forse il riscontro non sarebbe molto agevole).

La scelta del Legislatore di riferirsi agli strumenti finanziari negoziabili sui mercati finanziari - piuttosto che a quelli effettivamente negoziati - e per giunta senza alcun cenno ai mercati "ammessi al mutuo riconoscimento", poi, merita consensi da un lato perché dà modo di utilizzare senza alcun limite la prassi internazionale attuale, e d'altro canto perché permette di tener conto di ogni sua successiva evoluzione, quasi "in tempo reale". Nulla si dice in ordine alle modalità giuridiche di quella negoziabilità. Mi sembra, tuttavia, che le "leggi di circolazione" ammissibili (ed oggetto di scelta da parte della società emittente, o in sede di statuto - eventualmente appositamente modificato con le modalità dovute - o, in base ad una previsione statutaria preesistente, da parte dell'organo amministrativo collegiale) possano essere solo quella dei titoli di credito e quella della dematerializzazione, in genere facoltativa, se si tratta di strumenti finanziari emessi da una società attualmente non quotata su mercati regolamentati; cfr. M. CIAN, *Note sui rapporti tra il nuovo diritto societario e il regime di dematerializzazione*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 315 ss., spec. p. 320 ss.

(27) Anche se non del tutto privo di precedenti (cfr. U. TOMBARI, p. 145, per il riferimento al c.d. "mezzanino", ai *Genusfrechte* tedeschi - v. anche *Id.*, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 1070-1071, nota n. 29; *Id.*, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1093 ss. - e le "parts bénéficiaires"; di quest'ultimo istituto tratta anche C. CINQUOTTI, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belges e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, p. 221 ss.).

La distanza degli strumenti finanziari di partecipazione rispetto alle cc. dd. azioni correlate<sup>28</sup> - oltre a poter essere fondata sul nuovo art. 1, comma II, TUF - si desume dal dettato dell'art. 2350, II comma, c.c., lì dove indica chiaramente che l'emissione delle azioni correlate può essere deliberata solo "fuori dai casi di cui all'art. 2447/bis". Dunque, se è ammissibile che prima di costituire un patrimonio destinato la società raccolga risorse destinate ad un dato settore d'attività<sup>29</sup> con l'emissione di "tracking stocks" e poi costituisca un patrimonio destinato ad uno specifico affare, eventuali strumenti finanziari di partecipazione successivamente emessi ai sensi dell'art. 2447/ter, I comma, lett. e), c.c., non potranno corrispondere alle azioni correlate<sup>30</sup>.

D'altro canto, se è plausibile che gli strumenti finanziari di partecipazione vengano considerati dei titoli di debito<sup>31</sup>, non possono neppure essere reputati del tutto coincidenti con le obbligazioni di cui agli artt. 2410 ss. c.c. Queste ultime, infatti, postulano un rapporto obbligatorio pecuniario - nato o meno che sia dalla dazione di una somma di denaro<sup>32</sup>, che diventa così oggetto dell'obbligazione di re-

(28) Novità che costituisce uno degli aspetti più studiati - ed oggetto di raffronto con la prassi internazionale - della riforma sul diritto societario. V. P. DE BLASSE, "Burno e cannoni": le alphabet stock, in *Società*, 2002, p. 815 ss.; G. MANZO - G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati ed azioni correlate: "cellule" fuori controllo?*, in *Società*, 2003, p. 1335 ss.; G. MIGNONE, "Tracking shares" e "acciones reflect" come modelli per le nostre azioni correlate, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 610 ss.; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, in AA. VV., *Profili patrimoniali e finanziari della Riforma*, a cura di C. MONTAGNANI, Milano, 2004, p. 219 ss.; G.B. PORIALE, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 149 ss.

(29) Che sia o meno riferibile ad un vero e proprio ramo d'azienda.

(30) Diversamente da quanto sembra possibile - nella prassi internazionale - in quegli ordinamenti che prevedono le cc. dd. "cell shares"; cfr. R. SANTAGATA, *Strumenti finanziari partecipativi a "specifici affari" e tutela degli investitori in patrimoni destinati*, in *Banca, Borsa, Tit. Cred.*, 2005, I, p. 302, nota 1, anche se successivamente le stesse azioni sembrano poter essere emesse da consociate - magari totalitariamente partecipate il che pare rendere assai simile la prassi internazionale a quanto già sperimentato in Italia con i gruppi piramidali accentrati.

(31) V., per tutti, G.E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, cit., p. 33; B. LIBONATI, *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale. La società di persone. La società per azioni*, Milano, 2004, p. 178 ss., spec. pp. 180-181.

(32) B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, pp. 212-213, riferendosi ad una tesi già espressa da T. ASCARELLI, distingue tra la complessiva operazione di emissione delle obbligazioni "vista dal lato della società" - cui è logico riconoscere il carattere del mutuo - e i singoli rapporti che s'instaurano tra la società e i primi titolari delle obbligazioni al momento dell'emissione. Gli strumenti finanziari in discorso, allora, possono essere attribuiti a fronte di un versamento di denaro alla società emittente, oppure in pagamento di merci al venditore (ovviamente, col suo consenso), o "a regolamento di crediti pre-esistenti". L'illustre A. sottolinea così la "necessaria autonomia causale di ogni singolo rapporto di emissione".

stituire - all'interno della quale è previsto pure l'eventuale pagamento di interessi.

Inoltre, è rilevante la circostanza che la garanzia patrimoniale per un'emissione di strumenti finanziari di partecipazione risulta costituita - salva la possibilità della prestazione di ulteriori garanzie reali o personali - dal patrimonio destinato, mentre anche nel caso dei cc. dd. *targeted bonds*<sup>33</sup> (cioè obbligazioni finalizzate perché emesse dalla società in funzione dell'attività svolta in un dato comparto e con una remunerazione parametrata ai risultati ottenuti in quello specifico ambito<sup>34</sup>) non varia la responsabilità patrimoniale della società - con la totalità del suo patrimonio - per la restituzione a scadenza delle obbligazioni e pure per il pagamento degli interessi nei termini fissati ai sensi dell'art. 2411, II comma, c.c.

Sono tuttavia evidenti da un lato i punti di contatto (già sul piano della fattispecie, per non parlare della relativa disciplina) tra gli strumenti finanziari ibridi - di tipo obbligazionario - e gli strumenti finanziari di partecipazione a patrimoni destinati. D'altro canto occorre pure verificare se l'evidente affinità riscontrabile almeno sul piano terminologico (ma forse anche su quello concettuale<sup>35</sup>) tra gli strumenti

(33) Qualora si ritenesse possibile adottare in Italia un istituto del genere sulla base dell'art. 2411, II comma, c. c. (v. A. NIJTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, Milano, 2006, p. 167 ss.).

L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi"*, cit., p. 175 e p. 181, preferisce parlare di "non share tracking shares".

(34) Si potrebbe oggi configurare un'ipotesi simile (facendo cioè applicazione dell'art. 2411, II comma, c. c.): la società ha l'obbligo di rimborsare a scadenza i *bonds*, sono solo "i tempi e l'entità del pagamento degli interessi" che possono variare per effetto dell'andamento dell'impresa sociale in un determinato settore.

(35) Si potrebbe trattare di una sorta di "indicizzazione convenzionale" del tasso d'interesse al rendimento annuale del comparto; cfr. E. SILVESTRI, *Clausole di indicizzazione convenzionale*, in *Dizionario di diritto privato*, a cura di N. IRZI, I, *Diritto civile*, Milano, 1980, p. 95 ss., nonché B. INZITARI, *Clausole parametriche: le esperienze straniere*, ivi, p. 133 ss.

(36) Una parte della dottrina pare non solo aver presupposto il carattere unitario - al livello della fattispecie (che sarebbe tutta sussumibile nel disposto dell'art. 2346, VI comma, c. c.; v. A. PISANI MASSAMORILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1283 ss.; C. RABITTI BEDOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, cit., p. 107) - della categoria rappresentata dalla lett. b/bis dell'art. 1, comma II, TUF, ma anche aver postulato una tranquilla applicabilità analogica della disciplina.

Altri (v. R. SANTAGATA, *Strumenti finanziari partecipativi a "specifici affari" e tutela degli investitori in patrimoni destinati*, *Appunti*, cit., p. 310) ritengono che - malgrado una certa affinità della denominazione - strumenti finanziari partecipativi e strumenti finanziari di partecipazione differiscono per un'evidente "diversità del referente stes-

finanziari partecipativi e gli strumenti finanziari di partecipazione possa giustificare - e, in caso di risposta positiva, entro quali limiti - un'applicazione estensiva o analogica della relativa disciplina.

Per rispondere agli interrogativi circa il rapporto tra la fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi e quella degli strumenti finanziari di partecipazione, è da apprezzare adeguatamente la circostanza che la disposizione dell'art. 2447/ter, I comma, indica comunque - e prima della possibilità d'emettere strumenti finanziari di partecipazione - la potenziale acquisizione al patrimonio destinato di apporti di terzi<sup>36</sup>; il che sembra rendere non solo ammissibile un'emissione a fronte di apporti, ma anche - al contrario - l'eventualità di conseguire gli apporti a prescindere dall'emissione di titoli. In tal caso, pare utile verificare se tali apporti - non "incorporati" (o, comunque, documentati<sup>37</sup>) in titolo di credito, né rappresentati da strumenti finanziari (e quindi neppure suscettibili né di circolazione cartolare, né di dematerializzazione<sup>38</sup>), possono circolare come rapporti contrattuali e con quale modalità<sup>39</sup>.

so della partecipazione". A ciò deve aggiungersi che mentre gli strumenti finanziari di partecipazione si atteggiavano come titoli di massa, caratterizzati da serialità, gli strumenti finanziari partecipativi potrebbero anche costituire titoli rappresentativi di posizioni contrattuali individuali (M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 542 ss., spec. p. 556; U. TOMBARI, cit., pp. 147-148).

(36) Si adotta qui il termine apporti - da non intendere come "apporti spontanei dei soci" (v. M. RUENO DE RUIB, *Gli apporti "spontanei" in società di capitali*, Torino, 2001, p. 1 ss.), adoperata in modo fungibile rispetto all'altra "versamenti dei soci" - per riferirsi a prestazioni che non solo risultano non spontanee (perché legate all'adempimento di obbligazioni contrattuali e di fonte non societaria), anche se comunque volontarie, ma che postulano una voluta mancata applicazione delle regole in materia di conferimenti, pure quando siano oggetto di prestazione "quidditas" astrattamente suscettibili d'essere conferite (cfr. M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, 1<sup>998</sup>, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, 2004, p. 259 ss.).

(37) Si dovrebbe evitare volutamente di adoperare l'espressione "incorporati", dal momento che quei rapporti contrattuali possono circolare non come titolo di credito, ad es. nelle ipotesi di dematerializzazione obbligatoria e volontaria; v. M. CIAN, *Note sui rapporti tra il nuovo diritto societario e il regime di dematerializzazione*, cit., p. 315 ss. V. da ultimo, A. LAUDONIO, *Strumenti finanziari inerenti a patrimoni destinati ad uno specifico affare: ricostruzione di una categoria*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, I, p. 125 ss., spec. 135 ss., sul rapporto tra le lett. d) ed e) dell'art. 2447/ter, c.c.

(38) Cfr. M. CIAN, *Note sui rapporti tra il nuovo diritto societario e il regime di dematerializzazione*, loc. cit. cit. sull'alternativa tra incorporazione e rappresentazione in conto; mi pare da escludere che quei rapporti contrattuali possano circolare secondo le regole ordinarie in materia di cessione del contratto, che cozzano, da un punto di vista sistematico, con la logica espressa dagli strumenti finanziari come istituto tipicamente "commerciale".

(39) La cessione del contratto di associazione in partecipazione potrebbe cioè realizzarsi sia su basi negoziali individuali, che per effetto del trasferimento d'azienda

In sostanza, pare possibile che - almeno in linea di massima - un'emissione di strumenti finanziari di partecipazione prescinda del tutto dall'effettuazione di un apporto<sup>40</sup>, anzi è probabile che presupponga piuttosto il riferimento ad un valore (inteso come *quantum*), oggetto di restituzione e di pagamenti periodici a seguito di definizione quantitativa, in modo del tutto analogo alle obbligazioni *tout court*, salvo che per il riferimento della garanzia patrimoniale generica al patrimonio destinato invece che all'intero patrimonio sociale.

Ad ogni modo, se negli strumenti finanziari partecipativi un apporto<sup>41</sup> deve esserci sempre e un diritto al rimborso - invece - manca per definizione<sup>42</sup>, negli strumenti finanziari di partecipazione riterrei che un diritto al rimborso non deve mai mancare<sup>43</sup>, mentre potrebbe

dell'associante: cfr. S. GATTI, *Finanziamenti destinati e procedure concorsuali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 253 ss.; v. anche A. NIJTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 211 ss.

(40) Potendo essere sufficiente un semplice prestito di denaro; di diverso avviso R. SANTAGATA, *Strumenti finanziari partecipativi a "specifici affari" e tutela degli investitori in patrimoni destinati*, (Appunti), cit., p. 317, che inquadra il contratto d'investimento sottostante all'emissione degli strumenti finanziari di partecipazione nello schema dell'associazione in partecipazione (il dove, appunto, l'apporto costituisce elemento essenziale della fattispecie). Mi pare, al contrario, che non si riscontrino ostacoli normativi o sistematici a che gli strumenti finanziari di partecipazione siano emessi sulla base di mutuo o di altro contratto di finanziamento. Tale conclusione è suffragata, dall'ampio spazio riconosciuto in generale all'autonomia negoziale - che consente di "piegare" i tipi contrattuali ai fini soggettivi leciti perseguiti dalle parti - nel nostro sistema, ma soprattutto l'enfasi data dalla riforma societaria alla medesima istanza di flessibilità dei modelli organizzativi, che si dimostra utile per migliorare la capacità delle imprese di drenare risorse finanziarie da impiegare a fini produttivi.

(41) Inteso come una prestazione di per sé non soggetta a restituzione come "tantundem eiusdem generis", quanto come valore suscettibile d'investimento nell'impresa e che potrà dar luogo sempre ad una partecipazione al suo eventuale risultato positivo di gestione, mentre solo talvolta potrà essere pattuito un diritto al rimborso del valore dell'investimento al termine (che potrebbe pure risultare decurtato per l'effetto dell'incidenza di eventuali perdite, sì da non coincidere più col valore originario dell'apporto).

(42) U. TOMBARI cit., p. 148.

(43) Una conferma di ciò che qui si sostiene sembra potersi desumere da quanto ora prevedono gli artt. 155-156 l. fall. (novellati con il d.lgs. n. 5/2006): non solo l'ammissione della società a procedura concorsuale attribuisce al curatore - ovvero al commissario giudiziale o straordinario - la competenza a decidere se proseguire direttamente nella gestione dell'affare, se cederla a terzi (anche per poter ottenere l'alienazione in blocco del patrimonio destinato), o procedere nella liquidazione secondo le regole del diritto societario "in quanto compatibili" (v. gli artt. 2447/notes, Il comma, c.c. e l'art. 156, I comma, l. fall., contro G. FALCONI, *Patrimoni "destinati" e finanziamenti "dedicati": la funzione dei creditori e le prospettive concorsuali*, in *Dir. banc.*

anche essere "accompagnato" da un apporto che giustifica la partecipazione - sia pure parziale - al risultato e che s'aggiunge al servizio del debito di restituzione.

Dunque, è possibile che sussista sia un diritto di restituzione a scadenza di un valore espresso in termini di numerario, che una remunerazione periodica, come interesse sul debito in valuta, ma anche consistente in una maggiorazione eventuale, collegata ad una partecipazione ai risultati dell'affare.

**3. Profili causali e partecipativi: perché si può prevedere un diritto di partecipazione agli utili dell'affare?**

In ordine agli strumenti finanziari di partecipazione, volendo chiarire i profili causali e partecipativi sottostanti alla loro costituzione ed emissione, è opportuno rammentare che la legge delega si limitava a fissare la possibilità di nuove modalità (per la s.p.a.) di accesso alle risorse finanziarie disponibili, adottando a tal fine un linguaggio volutamente ampio ed a-tecnico. Si riferiva, cioè, al capitale ma solo *de relato*, adottando più che il classico concetto normativo di capitale sociale quello tecnico-aziendale (che contrappone il capitale di rischio al capitale di credito), lì dove - nel caso di specie - ci si riferisce anche al *tertium genus* che corrisponde ai cc. dd. "strumenti ibridi di patrimonializzazione".

Se, in tale ottica squisitamente finanziaria<sup>44</sup>, si considera più da vicino l'elemento causale (nonché l'aspetto partecipativo) dell'opera-

*merc. fin.*, 2005, p. 177 ss., spec. p. 199 ss., semplicemente argomentando tra l'art. 2447/novies e i principi della pre-vigente disciplina concorsuale.

Tuttavia, la logica espressa nelle disposizioni degli artt. 155-156 l. fall. risulta coerente non solo con la *ratio* della recente disciplina dell'amministrazione straordinaria, ma anche con quella di tutta la riforma della disciplina fallimentare: se è opportuno tentare di conservare i valori produttivi dell'organizzazione imprenditoriale - pure al fine di un loro realizzo ottimale - e se per evitarne la dispersione può risultare adeguato un esercizio provvisorio dell'attività da cedere, è logico prevedere che il soggetto incaricato del "realizzo" possa subentrare nella gestione (anche di un solo affare), ovvero che altri - ad es., il finanziatore - possa fare altrettanto, o concedere ad altri ancora (ad es., il soggetto interessato alla cessione) e *pro tempore* la gestione dello stesso affare.

(44) Per G. CAPALDO, *I patrimoni separati nella struttura delle operazioni finanziarie*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2005, I, p. 202, anche nel caso dei patrimoni destinati, "l'elaborazione di nuove ipotesi di patrimoni separati è funzionale alla realizzazione di complesse operazioni finanziarie"; in tal senso ci si permette di rinviare anche a A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 3.

zione complessiva che ha dato luogo prima alla costituzione di un patrimonio destinato, poi anche all'emissione di strumenti finanziari di partecipazione allo specifico affare, se ne ricava la convinzione che la sua funzione non può che risiedere nell'acquisizione di risorse *lato sensu* finanziarie<sup>45</sup>, cioè soggette a restituzione.

Che poi possa - e forse debba - essere prevista in certe ipotesi<sup>46</sup> una graduazione della pretesa dei titolari di quegli strumenti finanziari di partecipazione rispetto a quelle degli altri creditori particolari<sup>47</sup>, ciò non toglie che in genere tale differenziazione debba discendere o da aspetti del fondamento contrattuale oppure extracontrattuale di quei rapporti di credito speciali<sup>48</sup>, o dai caratteri particolari di quella emissione (cioè, la previsione di garanzie reali o personali *a latere* dell'obbligazione principale<sup>49</sup>).

(45) Il dato funzionale - che, cioè, la stessa previsione dei patrimoni destinati prima e poi anche degli strumenti finanziari di partecipazione siano stati introdotti nella riforma all'interno di una strategia "di diversificazione ed ampliamento dei canali di finanziamento e delle tipologie d'investimento" per lo sviluppo di attività produttive - è rimarcato da R. SANTIAGATA, *Strumenti finanziari partecipativi a "specifici affari" e tutela degli investitori in patrimoni destinati* ... cit., p. 302 ss., in *limine* alla sua indagine. Lo stesso A., nel prosieguo, precisa che l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione a patrimoni destinati rappresenta di regola l'effetto di contratti d'investimento (R. SANTIAGATA, cit., p. 615), il che induce a ritenere anche questi strumenti un segnale della progressiva riduzione della distanza concettuale tra finanziamento ed investimento (cfr. G. FERRO JIL, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, p. 476 ss.).

(46) Ad es., quando gli strumenti finanziari di partecipazione siano emessi per dare "veste giuridica" a finanziamenti dei soci - da reputare allora postergati, forse già per effetto della possibile applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. - o a finanziamenti della capogruppo ex art. 2497/quinquies (v. A. NIUTTA, *La novella del codice civile in materia societaria: luci ed ombre della nuova disciplina sui gruppi di società*, in questa *Rivista*, 2003, I, p. 773 ss.).

(47) La conclusione accennata nel testo si ricava agevolmente dalle previsioni della nuova Legge fallimentare, come risulta dalla riforma di cui al d.lgs. n. 5/2006: sia nel concordato preventivo - "novellato" già con la l. Delega n. 80/2003 - che nella nuova disciplina del concordato fallimentare, si prevede la possibilità di graduare le pretese dei creditori concorsuali, dividendoli in "classi" soggette a differente trattamento in sede concorsuale, in funzione della possibilità di ripartire in categorie i vari interessi di cui sono portatori i creditori dell'impresa.

(48) Dai quali possa discendere un qualche privilegio a favore di certi creditori particolari, nei confronti delle pretese dei titolari di strumenti finanziari di partecipazione.

(49) O, all'opposto, clausole di postergazione che siano state previste dalla deliberazione del C.d.A. che ha costituito quella serie di strumenti finanziari di partecipazione, magari come corrispettivo della maggiorazione della remunerazione che dipende dall'aggiunta - al tasso d'interesse fisso - di una componente che varia in funzione dell'andamento dell'affare.

Se in generale l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione - come titoli di massa<sup>50</sup> - vale a consentire l'acquisizione di fattori produttivi oggettivamente utili<sup>51</sup> allo specifico affare, è comunque possibile che l'emissione di ciascuno di quelli compresi nella stessa serie avvenga per ragioni obiettivamente diverse. È possibile, cioè, che la causa del singolo rapporto di emissione sia differente dalle altre, intervenendo allora l'emissione anche per remunerare apporti originariamente non corrispondenti ad una contestuale dazione di denaro<sup>52</sup>.

È così che la causa specifica dell'emissione di ciascuno strumento finanziario di partecipazione si può riferire, oltre che alla remunerazione di risorse finanziarie soggette a restituzione (e magari anche in aggiunta a quelle):

- all'acquisizione di *know how*, che sia funzionale al perseguire e quindi al conseguimento dello specifico affare, o utile a migliorare il successo dell'affare programmato o già intrapreso;
- alla remunerazione di prestazioni lavorative, anche non direttamente valutabili e quantificabili nel processo produttivo che conduce all'affare, ma chiaramente utili per il suo successo (ad es., in economie "di relazione"<sup>53</sup>, che cioè impiegano profittevolmente buoni rapporti umani pre esistenti in funzione degli affari perseguiti);
- a compensare obblighi di "non facere", che siano assunti anche

(50) R. SANTAGATA, *Strumenti finanziari partecipativi a "specifici affari" ...*, cit., p. 307, individua nella serialità dell'emissione un carattere proprio degli strumenti finanziari di partecipazione; altri (M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p. 384, nota 9, nonché p. 402 ss.) concludono nel senso della serialità quale connotato degli strumenti finanziari accolti dal codice civile.

Dubita del fatto che gli strumenti finanziari di partecipazione ai patrimoni destinati costituiscano titoli di massa F. DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte da investitori finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 13 ss., spec. p. 23.

(51) La valutazione circa l'utilità del fattore produttivo oggetto di acquisizione ai fini dell'affare (con l'emissione degli strumenti finanziari di partecipazione) spetta chiaramente all'organo amministrativo della società che costituisce il patrimonio destinato (salvo diversa previsione statutaria, ex art. 2447/ter, II comma, c.c.), non solo in quanto competente a decidere di costituire/modificare/estinguere il patrimonio, ma anche perché agli amministratori spetta esclusivamente - appunto, salvo diversa disposizione dello statuto - la gestione della società ex art. 2380/bis, I comma, c.c. e quindi il potere d'impresa nell'organizzazione societaria.

(52) Cfr. B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, loc. ult. cit.

(53) La prestazione lavorativa, in tal senso, potrebbe consistere in un'attività di *public relations* e di *lobbying*, che sia utile, o addirittura necessaria, ai fini dell'affare.

per ridurre la concorrenza potenziale sull'attività corrispondente allo specifico affare<sup>54</sup>;

• all'acquisizione di beni in natura o crediti verso terzi, non soggetti a restituzione (in tal caso, è il valore del bene o del credito ad essere oggetto d'apporto); quindi la restituzione a scadenza può avere ad oggetto quel valore - espresso in numerario - il che consente d'applicare regole analoghe quando oggetto dell'apporto sia solo la disponibilità temporanea del bene;

• all'acquisto della disponibilità temporanea di beni in natura (soggetti quindi a restituzione al termine), magari "a latere" delle risorse finanziarie comunque necessarie per l'affare<sup>55</sup>;

• alla "ristrutturazione"<sup>56</sup> di crediti pregressi, già vantati verso la società (o società del medesimo gruppo) da chi accetta in pagamento (o, piuttosto, consente di convertire in essi il proprio credito) gli strumenti finanziari di partecipazione al patrimonio destinato.

È anche possibile che un'emissione di strumenti finanziari di partecipazione intervenga direttamente ed esclusivamente a fronte dell'apporto di opera e servizi non suscettibili d'essere conferiti, in modo abbastanza simile all'emissione di strumenti finanziari partecipativi di cui agli artt. 2346, VI comma e 2349, II comma, c.c.<sup>57</sup>

(54) Fatto salvo il rischio di una rilevanza di detto accordo ai fini del controllo *antitrust* sulle intese restrittive della concorrenza (ex art. 2 l. n. 287/1990). È chiara però, anche, in tal caso l'importanza dell'aspetto dimensionale, in rapporto all'impatto dell'accordo - se e in quanto apprezzabile come intesa restrittiva - rispetto al mercato di riferimento.

(55) Secondo il noto schema della locazione finanziaria.

(56) Ci si riferisce non solo ai vari e propri accordi di ristrutturazione ora esplicitamente previsti e regolati all'art. 182/bis l. fall. (introdotta dall'art. 2, comma I, lett. I del d.l. n. 35/2005, conv. nella l. n. 80/2005), ma a qualsiasi accordo transattivo che può intervenire tra creditore, società debitrice e terzo (coincidente con la società che emette strumenti finanziari di partecipazione ad uno specifico affare per cui ha costituito un proprio patrimonio destinato).

(57) Ritegno, però che - in tal caso - si possa porre la questione dell'applicazione, a questi strumenti finanziari di partecipazione "sui generis" di aspetti della disciplina (peraltro molto succinta) degli strumenti finanziari partecipativi, quanto alla competenza a deciderne l'emissione (G. GIANNELLI, cit., p. 166 ss.) e ai diritti amministrativi (U. TOMBARI, cit., p. 150 ss.).

Mi pare, tuttavia, che - per le ragioni che si sviluppano nel prosieguo - le peculiarità dell'ipotesi si circoscrivono al tipo di apporti e alla presenza di un'obbligazione alternativa al versamento di una somma di denaro, mentre escluderei (salva l'ipotesi di una specifica previsione statutaria in tal senso) sia competenze assembleari - salvo che per prevedere la necessaria disposizione statutaria - in sede d'emissione, sia la presenza di diritti amministrativi ai sensi dell'art. 2351, IV comma, c.c. che eccedano quelli necessari a svolgere una funzione di controllo circa l'andamento dell'affare, ai sensi dell'art. 2447/ter, I comma, lett. d), c. c.

Tuttavia, la conclusione può diventare plausibile - a prescindere dalle difficoltà sistematiche e normative su cui ci si intratterrà nel prosieguo - solo con uno sforzo interpretativo e presupponendo un determinato contenuto del contratto d'investimento<sup>58</sup> su cui si fonda l'emissione del singolo strumento finanziario. In sostanza, data per superata<sup>59</sup> o superabile la difficoltà di attribuire un valore all'opera o al servizio che costituisce l'oggetto dell'apporto, la questione si potrebbe spostare sui possibili rimedi contrattuali per rafforzare l'aspettativa in ordine all'acquisizione di quel medesimo valore. Ad es., il contratto d'investimento potrebbe prevedere che - sopravvenendo circostanze atte a rendere obiettivamente impossibile l'effettuazione dell'opera o del servizio che costituisce oggetto dell'apporto<sup>60</sup> - l'obbligato possa (in alternativa alla risoluzione del contratto), offrire una somma in denaro, di valore corrispondente all'opera promessa ma non più realizzabile. Quindi, la facoltà potrebbe essere prevista in contratto come una sorta di "comodus discussus" per consentire alla società di acquisire il valore economico dell'apporto e sottrarre l'obbligato (e i suoi aventi causa<sup>61</sup>) ai rischi relativi all'azionabilità delle pretese relative allo strumento finanziario e a controversie legate alla sua eventuale circolazione.

(58) Sui elementi tipici del contratto d'investimento, v. G. GENTILE, *Il contratto d'investimento nei fondi comuni e la tutela dei partecipanti*, Padova, 1991, p. 33 ss.

(59) Si potrebbe adottare - per tale valutazione - criteri analoghi a quelli suggeriti per dare valore al conferimento avente ad oggetto il godimento di beni in natura: v. G. PESSI JR., *Investimento e conferimento*, cit. p. 377 ss. (spec. p. 380), dove precisa il carattere solo quantitativo, sul piano del valore, della distinzione tra conferimento della proprietà e conferimento del godimento). Se il valore del godimento temporaneo di beni in natura tende a coincidere con quello dell'eventuale canone di locazione, il valore dell'opera o del servizio oggetto d'apporto tende a coincidere con quanto sarebbe stato richiesto per acquisire, da altri e sul mercato, analoghi servizi ed opera.

(60) Ad es., la morte del soggetto che si era obbligato ad una prestazione obiettivamente infungibile (come il noto stilista che doveva disegnare l'intera collezione autunno-inverno di una pellicceria e viene meno prima di aver posto mano all'opera, o il grande architetto ingaggiato per ristrutturare un albergo di lusso su un atollo tropicale, *resort* che viene però investito e completamente distrutto da uno tsunami prima dell'inizio dei lavori).

(61) Si impiega un'espressione volutamente ampia per comprendere sia le ipotesi di cessione del contratto di finanziamento, che quelle conseguenti al trasferimento d'azienda dell'obbligato (che è parte del contratto d'investimento), e per non addentrarsi nelle questioni che possono nascere dalla circolazione degli strumenti finanziari di partecipazione (che siano o meno titoli di credito o strumenti finanziari dematerializzati).

In definitiva, per l'emissione del singolo strumento finanziario di partecipazione si può realizzare direttamente il prestito di un dato importo di denaro, o lo stesso potrebbe venire in considerazione semplicemente come unità di misura dei valori apportati dai terzi nell'affare (come tipica *res fungibile* suscettibile di restituzione ed eventuale oggetto di una "prestazione in luogo dell'adempimento"<sup>62</sup>), già definita in contratto.

Infine, la questione relativa al perché della previsione di un diritto di partecipazione agli utili dell'affare - e quindi di una ragione sufficiente dal punto di vista negoziale per la previsione di una partecipazione ai suoi risultati (come remunerazione specifica offerta ai titolari degli strumenti finanziari di partecipazione) - è da individuare nell'andamento del mercato dei titoli a reddito fisso, soprattutto in una prospettiva di tassi di mercato che (almeno nel lungo periodo), potrebbero tendere a salire rispetto al livello attuale<sup>63</sup>. L'appetibilità sul mercato di un'emissione di strumenti finanziari di partecipazione - e quindi la facilità nel reperire risorse finanziarie<sup>64</sup> da impiegare per l'af-

(62) Probabilmente, secondo quanto indicato in precedenza, si potrà trattare di una prestazione già prevista nel contratto d'investimento sottostante all'emissione degli strumenti finanziari di partecipazione.

Infatti, è plausibile che l'obbligazione di chi promette un apporto non conferibile sia comunque corrispondente ad un valore, tale che l'eventuale inadempimento dell'autore, che risulti legato magari ad una impossibilità oggettiva della prestazione che sia successivamente sopravvenuta all'assunzione dell'obbligo (ad es., per la morte dell'obbligato, per una sua incapacità sopravvenuta o per altri fatti esterni, suscettibili di apprezzamento in termini obiettivi), possa dare luogo ad una "prestazione in luogo dell'adempimento" (ex art. 1197 c.c.). Alla prestazione d'opera o di servizi - divenuta ormai impossibile (quanto meno per chi s'era obbligato in tal senso) si sostituisce la prestazione pecuniaria di pari valore, dal momento che il numerario rappresenta la prestazione pecuniaria per eccellenza. E' chiaro che la prestazione pecuniaria, ancorché oggettivamente equivalente, potrebbe non rappresentare un fattore altrettanto decisivo dell'opera o servizio (già promessi, ma di fatto non ottenuti) per il perseguimento dell'affare. Tuttavia, la prestazione pecuniaria rappresenta un chiaro "second best", utile ad evitare l'esistenza di strumenti finanziari partecipativi o di partecipazione senza la prestazione sottostante che ne giustifica l'emissione.

(63) L'aspettativa di rialzo dei tassi di mercato pare plausibile per considerazioni d'ordine storico - circa il livello attuale dei tassi di mercato - e ragioni di politica economica (che fanno ritenere attendibili in futuro rialzi nel Tis da parte della Bce quando la ripresa dell'economia dovesse indurre timori circa rischi di fenomeni inflazionari).

Chiaramente, non solo l'attesa di un possibile rialzo dei tassi riduce la propensione attuale ad investire in titoli a reddito fisso, ma implica anche la probabile offerta di strumenti finanziari che garantiscano all'investitore, accanto ad una componente fissa, una remunerazione variabile parametrata sull'andamento dell'iniziativa economica (sul genere *equity*, o dell'investimento in *venture capital*).

(64) Soggette a restituzione, sia pure a determinate condizioni (v. *supra*, sub nota 36).

fare - risulta in funzione non solo della segmentazione della responsabilità patrimoniale della società<sup>65</sup> (tra patrimonio di destinazione e patrimonio di provenienza), ma anche nell'offerta di una remunerazione analoga (da un punto di vista quantitativo) più a quella data all'investimento in equity per il *venture capital*<sup>66</sup> che a quello dei titoli a reddito fisso disponibili sul mercato. Il che - in termini di vantaggio competitivo sul mercato del reperimento di risorse finanziarie - sembra poter rivestire un ruolo determinante rispetto al successo di una singola emissione.

4. Segue: partecipare ai risultati dell'affare e controllarne la gestione (anche con modalità endo-societarie)

È il caso di procedere oltre nella definizione del rapporto tra strumenti finanziari di partecipazione e strumenti finanziari partecipativi, tentando di precisare quali siano i profili partecipativi caratteristici dei primi e quali quelli che questi possono, per così dire, "prendere a prestito" (dai secondi e con quali modalità ed effetti (in termini di disciplina applicabile).

Il primo aspetto attiene chiaramente ai diritti patrimoniali conferiti dagli strumenti finanziari di partecipazione ai titolari, per quanto concerne cioè la partecipazione ai risultati della gestione dell'affare.

A seconda del contenuto del rapporto contrattuale sottostante all'emissione (che si tratti, cioè, di associazione in partecipazione<sup>67</sup>, di cointeressenza (ex art. 2554 c.c.), mutuo parziario, o mutuo *tout court*), la partecipazione ai risultati potrà implicare:

- una partecipazione percentuale ai risultati - ad es., in termini di fatturato caratteristico - della gestione dello specifico affare, con un'incidenza delle eventuali perdite sul valore dell'apporto;
- una partecipazione agli eventuali utili che si assomma (o si sostituisce) alla remunerazione dovuta in termini d'interessi;

65) G. TERRANOS, *Le procedure concorsuali. Problemi d'una riforma*, Milano, 2004, p. 31 ss., spec. p. 33; cfr. anche E. PASCAROLI SANTI, *Crisi dell'impresa e soluzioni straggisudiali*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da P. GALGANO, XXXVII, Padova, 2005, p. 133.

66) Cfr. U. TOMBARI, cit., p. 149, dove inquadra il fenomeno del "mezzanino" negli investimenti di "private equity" e nel "venture capital".

67) G.E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, cit., p. 33 ss.

• la corresponsione di una remunerazione del prestito con interessi completamente parametrati sul risultato della gestione specifica (al netto dei relativi costi industriali<sup>68</sup>);

• la corresponsione di un interesse, in misura fissa, ovvero per una parte in misura fissa e per altra parte variabile (ad es., ancorata al risultato industriale<sup>69</sup> annuo dell'affare).

In tutte queste ipotesi, la remunerazione pagata ai titolari degli strumenti finanziari di partecipazione si configura come un onere finanziario nella gestione della società.

I diritti "corporativi"<sup>70</sup> attribuiti in generale ai titolari degli strumenti finanziari di partecipazione attingono al controllo<sup>71</sup> sulla gestione dell'affare da parte della società e, di primo acchito, sembrano differire in maniera piuttosto netta dai diritti riconosciuti in generale agli strumenti finanziari partecipativi dal combinato disposto degli artt. 2346, VI comma e 2349, II comma, con l'art. 2351.

68) Chiaramente, comprensivi dell'aliquota dei costi di gestione comuni (probabilmente da definire nella pianificazione economico-finanziaria dell'operazione, di cui alla delibera di costituzione del patrimonio destinato ai sensi del comma I lett. c), dell'art. 2447/ter, c. c. (cfr. A. NUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 137, nota 29. Il costo dei servizi amministrativi costituisce un tipico costo comune (v. A. MAFFEI ALBERTI, *sub Sezione XI, in Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, vol. II, Padova, 2005, p. 1690).

69) Non s'intende qui sostenere che la costituzione di patrimoni destinati risponda solo a finalità operative o lato sensu industriali (cfr. F. FUMIANO, *Le destinazioni industriali dei patrimoni sociali*, in *www.dirittobancario.it* - giugno 2005 - p. 1 ss., nonché in *Riv. dir. priv.*, 2004, I, p. 813 ss.), dal momento che, da un lato, l'operazione congegnata con l'emissione degli strumenti finanziari di partecipazione risponde anche a logiche finanziarie e, d'altro canto, non è da escludere che il risultato annuo dell'affare possa essere determinato anche da specifici proventi finanziari (A. NUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 55, nota 32, p. 133, nota 19 e p. 232, nota 77).

70) Si adotta qui la classica espressione "diritti corporativi" (in luogo dell'altra che parla piuttosto di diritti amministrativi; v. U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit.) perché l'altra si presta ad interferire con il tema dei sistemi di amministrazione e controllo, che è "toccato" qui, invece, solo per la possibilità di nomina di un componente indipendente dei relativi organi di cui all'art. 2351, IV comma, c. c., norma sulla cui applicabilità agli strumenti finanziari di partecipazione si discute pure nel testo.

71) R. SANTAGNA, *Strumenti finanziari partecipativi a "specifici affari"*, cit., p. 320 esprime critiche piuttosto motivate circa l'effettività dei poteri di controllo sulla gestione dell'affare riconosciuti al rappresentante comune e all'assemblea speciale, nonché (p. 325 ss.) di quelli che possono essere riconosciuti dalla delibera che istituisce il patrimonio destinato (ex art. 2447/ter, I comma, lett. d) agli autori degli apporti.

È tuttavia appena il caso di evidenziare che non paiono molto più penetranti i poteri di controllo del rischio specifico del proprio investimento riconosciuti dall'ordinamento a coloro che investono in altri titoli di massa, come ad es. le obbligazioni.

Non solo sembrerebbe precluso - sulla base di una prima lettura delle previsioni degli art. 2447/ter, 2447/sexies e 2447/octies - l'intervento e il voto nell'assemblea generale della società su argomenti rilevanti per gli interessi della categoria degli strumenti finanziari di partecipazione<sup>72</sup>, ma non si prevede neppure, almeno espressamente, la possibilità di concorrere alla nomina di un componente indipendente dell'organo amministrativo o di quello di controllo<sup>73</sup>. Anche gli ampi

(72) In realtà, la dottrina non pare univoca neppure circa la possibilità di un esercizio diretto del diritto d'intervento e di voto dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi nell'assemblea generale degli azionisti.

Infatti, un orientamento propende per la necessità di una delibera dell'assemblea dei soci che si limiti a "recepire" il deliberato dell'assemblea speciale dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi (A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di A. STAGNO D'ALCONTRES e G. NICCOLINI, Napoli, 2004, vol. I, p. 264; Id., *sub art. 2351*, *ibid.*, p. 310), mentre un'altra opinione giudica ammissibile un intervento e un voto dei titolari degli stessi strumenti finanziari partecipativi nell'assemblea generale degli azionisti (anche se in termini vagamente dubitativi). Cfr. M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., pp. 551-552; Id., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., pp. 69-70). Altri AA. considerano invece possibili entrambe le soluzioni (G. GIANNELLI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patri- moni destinati*, in *AA.VV. Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2005, p. 170; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, cit. p. 148), probabilmente sulla base di omologa disposizione statutaria (cfr. F. GALGANO, *Le nuove società di capitali e cooperative*, Padova, 2004, p. 135). Cfr. anche le analisi di L. ENRIQUES, *Quartum non datur*, cit., p. 180; M. LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in G. CIAN, (a cura di) *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 253.

Ritengo, sul punto, che l'interpretazione dell'art. 2351, IV comma, c. c. (anche alla luce del disposto esplicito dell'art. 2346, VI comma, e del successivo art. 2376) possa indurre ad optare piuttosto per la prima soluzione, dal momento che - a fronte della prescrizione che esclude il voto nell'assemblea generale in modo (almeno apparentemente) tassativo ed inderogabile - probabilmente non sarebbe ammissibile una difforme soluzione prescritta a livello statutario.

Peraltro, considerando l'ipotesi espressamente indicata all'art. 2351, comma IV, c. c. (cioè, l'attribuzione ai titolari di strumenti finanziari partecipativi del potere di nominare un componente indipendente del C. d'A., del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza), mi pare che la previsione della definizione a livello statutario delle modalità di designazione possa tranquillamente conciliarsi sia con una autonomia individuazione in sede extra-assembleare (ad es., in sede d'assemblea speciale), sia con un recepimento (chiaramente, in termini obbligatori) della stessa designazione da parte dell'assemblea ordinaria.

(73) Il tema di una "rappresentanza" - negli organi sociali competenti per l'amministrazione e il controllo dell'impresa sociale - di esponenti dei portatori d'interessi differenti da (anche se non necessariamente in conflitto con) quello di chi governa la società, costituisce un classico problema di "Corporate Governance", non proprio trascurato dalla riforma: sia consentito rinviare a A. NUTTA, *La nuova disciplina delle*

riferimenti alla disciplina delle obbligazioni di cui agli artt. 2410 ss. c. c. sembrano confortare la conclusione, sul piano sistematico<sup>74</sup>.

Tuttavia, sembra ammissibile che gli strumenti finanziari di partecipazione assumano - per via dell'autonomia statutaria<sup>75</sup> e di un contenuto conforme della delibera che istituisce il patrimonio e prevede la creazione di strumenti finanziari "dedicati" - i caratteri anche di strumenti finanziari partecipativi<sup>76</sup>. In sostanza, se la soluzione normativa adottata espressamente negli artt. 2447/ter-2447/octies c.c. - pur senza riuscire al porsi al riparo da critiche - pare tuttavia sostanzialmente coincidente con quella già prevista per gli strumenti finanziari obbligazionari (e quindi tale almeno da non creare pericolose distorsioni e conseguenti distorsioni rispetto all'allocatione ottimale delle risorse), non è da escludere che situazioni di mercato favorevoli possano indurre gli amministratori della società a predisporre strumenti ibridi che riescano a "cavalcare l'onda". La previsione di una "componente partecipativa" negli strumenti finanziari di partecipazione, però, dovrà necessariamente avvenire per il tramite di un "innesto normativo", avente ad oggetto la disciplina prevista per gli strumenti finanziari partecipativi, nel *corpus* delle previsioni relative agli strumenti finanziari di partecipazione.

In pratica, si prospetta una possibile commistione tra due ambiti normativi (che, comunque, paiono concettualmente abbastanza vicini): con l'art. 2447/ter, II comma, si prevede che la delibera istitutiva del patrimonio destinato - e quindi anche la possibile emissione di strumenti finanziari di partecipazione - compete al C. d'A. "salvo diversa disposizione dello statuto", mentre l'art. 2346, VI comma richie-

*società controllate. aspetti normativi dell'organizzazione del gruppo di società*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 780 ss.

(74) Il che spiega perché un'autorevole dottrina considera espressamente gli strumenti finanziari di partecipazione come titoli di debito. Cfr. G.E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, cit., p. 33; B. LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005, p. 309 ss.; altri (F. DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte da investitori finanziari*, cit. p. 24) ritiene che possa trattarsi - a seconda delle previsioni statutarie - di strumenti di partecipazione o di tipo obbligazionario.

(75) M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p. 397.

(76) F. DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte da investitori finanziari*, cit., p. 23, sostiene che gli strumenti finanziari di partecipazione ad un patrimonio destinato "possono essere partecipativi e non".

de che sia lo statuto <sup>77</sup> - magari appositamente modificato in sede d'assemblea straordinaria <sup>78</sup> - a consentire l'emissione di strumenti finanziari partecipativi. Dunque, sembrerebbe consentita l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione con le caratteristiche degli strumenti finanziari partecipativi (cioè, soprattutto dotati dei diritti di cui all'art. 2351, IV comma, c. c. <sup>79</sup>), purché l'emissione sia in linea con una previsione dello statuto in tal senso.

(77) F. DI SARAYO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati* ..., loc. op. ult. cit., sostiene che lo statuto potrà in ogni caso - cioè, sia per gli strumenti finanziari di partecipazione corrispondenti a titoli di debito, che per quelli dotati di connotazione più squisitamente partecipativa - prevedere o i contenuti e le modalità partecipative o una disciplina del debito di rimborso e dei relativi controlli.

Non si ritiene di condividere tale asserzione: solo per l'emissione degli strumenti finanziari di partecipazione "partecipativi" la previsione statutaria di specifici poteri partecipativi ai sensi dell'art. 2351, IV comma, c. c. è non solo possibile, ma forse addirittura necessaria. Per gli strumenti finanziari di partecipazione "puri", che possono essere reputati soggetti alla disciplina delle obbligazioni in forza del rinvio operato dall'art. 2411, III comma, c. c. (applicabile almeno in via estensiva o di analogia legis), l'autonomia statutaria cede il passo a disposizioni per lo più imperative ed inderogabili, il che porta ad escludere - come obiettivamente inutile - la stessa possibilità di una previsione statutaria *ad hoc*.

(78) Le norme degli artt. 2346, VI comma, e 2349, II comma, sembrano radicare alternativamente nello statuto e nell'assemblea straordinaria la competenza a decidere l'emissione di strumenti finanziari partecipativi (v. A. LOLLI, *Commento all'art. 2346. Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, I, Padova, 2005, p. 191 ss., spec. p. 199). In realtà, l'intervento dell'assemblea straordinaria sembra necessario quando:

- occorre modificare lo statuto per prevedere l'emissione di una categoria di strumenti finanziari precedentemente non prevista (*arg. ex*: art. 2346, VI comma, c.c.);
- è da modificare la destinazione di un'aliquota di utili già riportati in bilancio, o di una parte del patrimonio netto corrispondente ad una riserva disponibile, di cui l'assemblea decide un impiego per fini diversi da quelli "stricto sensu" sociali (ripartizione degli utili e/o incremento del valore - in termini di capitale - dell'investimento), ma comunque "sinergici" con la finalità lucrativa (l'incentivazione e fidelizzazione dei dipendenti dell'impresa).

(79) Una casistica dei diritti corporativi suscettibili d'essere previsti per i titolari degli strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2351, IV comma, c. c., è proposta da U. TOMBARI, cit., p. 146 ss., che, come esempi di tipici diritti amministrativi contemplati nella prassi internazionale, menziona sia il "board representation" (espressamente indicato dall'art. 2351, IV comma, c.c.) che i cc. dd. "restrictive covenants", cioè accordi con cui la società (id est, i suoi organi) si obbliga a conformare le proprie decisioni agli orientamenti espressi dal finanziatore-venture capitalist (e la circostanza che possa trattarsi di poteri non disponibili all'azionista ordinario è sottolineata già da G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 63). Mi pare che anche il board representation di cui all'art. 2351, ult. comma, possa essere inteso nello stesso senso, quanto alla nomina del componente indipendente da parte dell'assemblea dei soci su conforme indicazione dei titolari degli strumenti partecipativi (o della loro assemblea).

Chiaramente, una previsione statutaria del genere può sembrare non solo opportuna, ma per certi versi dovuta <sup>80</sup>, quando il rendimento offerto agli strumenti finanziari di partecipazione non sia stato solo parametrato su - cioè semplicemente calcolato a partire da - gli utili della società relativi allo specifico affare, ma rappresenti addirittura una vera e propria partecipazione a quel risultato. Questa, infatti, sia che possa aggiungersi o sostituirsi alla corresponsione di un tasso d'interesse sulla restituzione del capitale, sia che incida più profondamente sulla causa del rapporto contrattuale di finanziamento (da ascrivere allora piuttosto nel *genus* dell'associazione in partecipazione <sup>81</sup>), costituisce comunque una previsione capace di vincolare stabilmente un'aliquota non solo di futuri rendimenti (utili <sup>82</sup>, fatturato, ecc.) dello specifico affare, ma anche - sia pure indirettamente e in parte *qua* <sup>83</sup> - degli utili della società. Il che spiegherebbe perché si richiede, in tale fattispecie, una previsione statutaria *ad hoc*, da inserire se del caso con delibera dell'assemblea straordinaria dei soci, cioè con il procedimen-

(80) G. GIANNELLI, p. 193.

(81) Cfr. M. DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999, p. 245 ss.; Id., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in G. CIONI (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 264; F. MARCORANO, *Titoli di credito. Titoli non dematerializzati*, in *Trattato CICU-MESSINEO-MENCONI-SCHLESINGER*, XXXVIII-1, Milano, 2002, p. 391; A. STAGNO D'ALONDRIS, *I titoli di credito*, Torino, 1999, p. 272 ss., per un confronto - al livello della causa del rapporto d'emissione - tra prestito obbligazionario, associazione in partecipazione e altre modalità di finanziamento; G.F. CASAPORASSO, *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, vol. 3, Torino, 1988, p. 428; cfr. ancora G. NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, p. 436 ss., e M. DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione: le nuove tecniche di utilizzazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, II, 46 ss.

(82) Possiamo indicare come "utili" del patrimonio destinato - da tenere ben distinti dagli utili della società - quelli che rappresentano il risultato d'esercizio evidenziato nel rendiconto annuale dell'affare di cui all'art. 2447/septies, - II comma, c.c. (che costituisce un allegato al bilancio d'esercizio della società, v. A. NUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 149 ss.).

(83) Cioè, per la parte dell'utile sociale che sarebbe determinata - o semplicemente influenzata - dall'andamento dell'affare ex art. 2447/septies c.c. In realtà, lo statuto (eventualmente modificato con apposita delibera degli strumenti finanziari di partecipazione dei soci) dovrà dare atto della possibile emissione degli strumenti finanziari di partecipazione "partecipativi", e quindi della circostanza che una parte determinata del risultato caratteristico dell'affare è destinata a remunerare le risorse finanziarie rivenienti dai titolari degli strumenti finanziari di partecipazione, talché esiste un costo finanziario che inciderà (quanto meno in chiave quantitativa) sull'eventuale utile d'esercizio della società, almeno fino all'estinzione di quegli stessi strumenti finanziari.

to comunque dovuto per produrre una modifica della struttura organizzativa della società (e non solo, quindi, della sua struttura finanziaria<sup>84</sup>), contestualmente incidendo sulla destinazione di una parte importante del risultato dell'attività<sup>85</sup>.

**5. L'art. 11, comma III e ss. TUB: l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione non costituisce raccolta tra il pubblico (ma questi non rappresentano una partecipazione che possa diventare di per sé rilevante)**

Un aspetto affatto trascurabile pare quello relativo alla possibile interferenza tra il nuovo diritto societario e i profili squisitamente propri dell'ordinamento bancario<sup>86</sup> e finanziario, in particolare quanto alle previsioni dell'art. 11 TUB<sup>87</sup>, al nuovo dettato della lett. h/

(84) La questione della struttura finanziaria delle società per azioni è parsa subito determinante già prima della riforma del diritto societario. V. N. ARBIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mironi e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, in AA. VV., *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 285 ss.; ID., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, p. 151 ss.; M. LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in AA. VV., *Verso un nuovo diritto societario*, cit., p. 277 ss.; A. PACIELLO, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, p. 155 ss.

Da ultimo v. U. TORBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1096 ss.

(85) Tema classico della dottrina commercialistica: cfr. D. PRETTE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988, p. 9 ss., e p. 30 ss., per le distinzioni circa la stessa nozione di risultato.

(86) Cfr. A. BARTELENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 293 ss., spec. p. 295 ss. e pp. 298-299, che affronta la questione a proposito dei titoli di debito e degli strumenti finanziari emessi da società cooperative; sul tema v. da ultimo M. LAMANDINI, *Gli strumenti finanziari emessi dalle società cooperative*, in questa *Rivista*, 2006, I, p. 232 ss. La rilevanza del tema ai fini della definizione della fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi in ambito codicistico viene menzionata già da G. FERRO JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in questa *Rivista*, 2003, I, p. 805 ss., spec. p. 824.

Il problema pare oggi da risolvere considerando il testo attuale dell'art. 11 TUB (v. *infra*).

(87) La questione - affrontata e risolta dal legislatore con il d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, all'art. 9.2 (recante modifiche all'art. 11 TUB, che ha sostituito i commi 3-4/bis e 5, aggiungendo peraltro alla disposizione i commi 4/ter-4/quinquies) - è quella di escludere l'applicazione delle norme in tema di raccolta bancaria al reperimento di

quater<sup>88</sup> inserita nel II comma dell'art. 1 del medesimo Testo Unico<sup>89</sup>, e dell'art. 1, comma VI/bis, TUE.

Le norme appena citate consentono, anzitutto, di sostenere che l'emissione degli strumenti finanziari di partecipazione, come degli ibridi obbligazionari "privati"<sup>90</sup>, non costituisce per le società non bancarie raccolta del risparmio<sup>91</sup>.

risorse finanziarie realizzato dalle società con l'emissione di nuovi strumenti finanziari, mentre d'altro canto vengono in considerazione quegli stessi strumenti finanziari nella valutazione della struttura partecipativa delle imprese bancarie e finanziarie a fini di vigilanza.

Cfr. sulla disciplina pre-vigente P. FERRO-LUZZI, *Nozione di attività bancaria*, in AA.VV., *La nuova legge bancaria. Il T.U. delle leggi sull'intermediazione bancaria e creditizia e le disposizioni di attuazione. Commentario* a cura di P. FERRO-LUZZI e G. CASALDI, I, Milano, 1996, p. 209 ss., spec. p. 239 ss.; M. PORZIO, *sub art. 11*, in *Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385. Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. BELLI, G. CONTENIO, A. PATRONI GRIFFI, M. PORZIO e V. SANTORI, Bologna, 2003, p. 197 ss.; V. TROIANO, *sub art. 11*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (seconda ed.)*, a cura di F. CARRIGLIONE, I, Padova, 2001, p. 94 ss.

(88) Com'è noto, l'art. 2 del d.lgs. n. 37/2004 per creare un coordinamento della nuova disciplina societaria con il pre-esistente d.lgs. n. 385/1993, ha introdotto all'art. 1, II comma, modifiche relative sia alla fattispecie delle partecipazioni - nelle società bancarie e negli altri intermediari finanziari a carattere bancario - sia a quella delle partecipazioni rilevanti (cfr., in tema, G. GIUZZI, *Partecipazioni "qualificate" e gruppi di società*, in AA. VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2005, p. 329 ss., sulle cc. dd. partecipazioni rilevanti).

Inoltre, l'art. 3 del medesimo d.lgs. n. 37/2004 ha operato una modifica corrispondente all'art. 1, comma VI/bis del TUF, inserendo un comma VI/bis, che tuttavia si riferisce solo alle partecipazioni "tout court" (non impiegando né il concetto di partecipazioni qualificate, né quello di partecipazione rilevante o notevole).

(89) Un primo riferimento a questa disposizione - in merito all'omissione e sottoscrizione di strumenti finanziari di partecipazione ai patrimoni destinati - si registra in F. DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati...*, cit., p. 27, dove si riferisce agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale.

(90) Emessi, cioè, da società non soggette all'ordinamento bancario e finanziario. Cfr. G.B. PORTALE, *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 421 ss.

(91) La disposizione del nuovo art. 11, comma IV, TUB pare come una sorta di "tutorismo assoluto": risulta effettivamente un portato abbastanza consolidato della migliore dottrina (B. LIBONATI, *Contratti bancari e attività bancaria*, Milano, 1965, p. 119 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino, 1995, p. 86 ss.) che la qualificazione del singolo atto all'interno di un'attività, con specifico riferimento all'attività bancaria, postula che (sul piano funzionale), quell'atto negoziale per così dire manifesti la propria inerenza diretta ad un versante di quell'attività (la raccolta del risparmio, appunto), mentre d'altro canto lo stesso atto rivela - per i propri contenuti negoziali ma anche per la disciplina eteronoma cui è soggetto - la propria pertinenza e intima coerenza pure con l'altra fase della stessa attività bancaria (l'erogazione del credito, appunto).

Per le società bancarie e finanziarie, invece, la questione forse si complica: da un lato, in forza della previsione dell'art. 2447/bis, il comma, c.c. - per cui la costituzione di patrimoni destinati sembra essere preclusa per le società soggette agli ordinamenti settoriali, salvo apposita previsione delle leggi speciali<sup>92</sup>. D'altro canto, la disposizione novellata dell'art. 11 TUB, con specifico riferimento al nuovo testo dei commi III-IV/bis<sup>93</sup> e V, nonché all'introduzione di nuove previsioni rispettivamente ai commi IV/ter-IV/quinquies, è da leggere come un ampio riconoscimento al CICR del potere di definire gli strumenti finanziari la cui emissione costituisce raccolta del risparmio, insieme con la previsione di un corrispondente potere di individuare (come eccezione a quella regola) gli strumenti finanziari, i legittimati all'attività di acquisizione fondi che si realizza loro tramite e che non costituisce raccolta, i limiti all'emissione, i caratteri - taglio minimo e durata

Tuttavia, la norma non pare affatto superflua, in un'ottica di politica del diritto, almeno l'espressa negazione della qualificazione come raccolta di ogni emissione di strumenti finanziari emessi da società "private" ai sensi del codice ha l'evidente intento di agevolare quelle operazioni di emissione e, conseguentemente, il reperimento delle risorse finanziarie per l'impresa direttamente sul mercato, in modo da creare anche nel nostro Paese un'alternativa sostanziale all'intermediazione bancaria e finanziaria.

Viceversa, è chiaramente utile come "norma di chiusura" la previsione di cui alla lett. d) dello stesso art. 11, IV comma, TUB che recita: (Il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica: d) alle altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge, nel rispetto del principio di tutela del risparmio.

(92) R. COSTI, *Riforma societaria ed ordinamento bancario*, in AA. VV., *La riforma del diritto societario e le banche. Nuovi modelli, nuovi strumenti, opportunità e criticità*, Roma, 2004, p. 23 ss., spec. p. 25; G. GIANNELLI, in *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2005, p. 171; A. NRUZZA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, p. 55 ss. V. anche M. PELLEGRINI, *I "patrimoni destinati" ad uno specifico affare: limiti e prospettive*, in AA. VV., *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2003, p. 155 ss., spec. p. 168 ss.

(93) Per facilitare l'esposizione degli argomenti, si riporta di seguito il testo dei commi III-IV/bis del TUB, per come risulta a seguito dell'art. 2 d.lgs. n. 37/2004:

3. Il CICR stabilisce limiti e criteri, anche con riguardo all'attività ed alla forma giuridica del soggetto che acquisisce fondi, in base ai quali non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico quella effettuata presso specifiche categorie individuate in ragione di rapporti societari o di lavoro.

4. Il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica:

a) alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari;

d) alle altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge, nel rispetto del principio di tutela del risparmio.

4-bis. Il CICR determina i criteri per l'individuazione degli strumenti finanziari, comunque denominati, la cui emissione costituisce raccolta del risparmio.

- che hanno da rivestire i medesimi strumenti<sup>94</sup>, nonché la circostanza che la stessa raccolta si rivolga esclusivamente a soggetti legati all'emittente con rapporti societari o di lavoro. Analogamente, in termini di eccezioni definite direttamente o indirettamente (cioè, tramite il riferimento al potere regolamentare del CICR) sono da apprezzare le previsioni del comma IV<sup>95</sup>.

La disposizione novellata dell'art. 11, comma V, TUB, peraltro, pone una norma inderogabile - espressione di un principio generale - che riveste la funzione di argine sia rispetto alle eccezioni di cui al IV comma<sup>96</sup>, definendo, da un lato, il divieto dell'attività di raccogliere

(94) Si riporta qui il testo dei commi IV/ter-IV/quinquies dell'art. 11 TUB, disposizioni da cui si desume chiaramente anche la competenza del CICR a regolare - in sede di normazione secondaria - i limiti (anche quantitativi) all'emissione di nuovi strumenti finanziari da parte di società soggette agli ordinamenti settoriali (soprattutto del credito, della finanza e delle assicurazioni private).

4-ter. Se non disciplinati dalla legge, il CICR fissa limiti all'emissione e, su proposta formulata dalla Banca d'Italia sentita la CONSOB, può determinare durata e taglio degli strumenti finanziari, diversi dalle obbligazioni, utilizzati per la raccolta tra il pubblico.

4-quater. Il CICR, a fini di tutela della riserva dell'attività bancaria, stabilisce criteri e limiti, anche in deroga a quanto previsto dal codice civile, per la raccolta effettuata dai soggetti che esercitano nei confronti del pubblico attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma.

4-quinquies. A fini di tutela del risparmio, gli investitori professionali, che ai sensi del codice civile rispondono della solvenza della società per le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari emessi dalla stessa, devono rispettare idonei requisiti patrimoniali stabiliti dalle competenti autorità di vigilanza.

(95) Cfr. ancora A. NIGRO, *Le obbligazioni e le altre forme di finanziamento delle società per azioni*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1999, p. 323 ss., spec. p. 326 (riferisce un primo limite all'emissione - indicato a suo tempo da CICR in funzione della previsione dell'art. 11 T.U.B., comma IV/bis (vigente "pro tempore" e introdotto dall'art. 64, comma II, D.Lgs. n. 415/96) - nell'ammontare del capitale sociale maggiorato delle riserve (cioè, il patrimonio netto), se i titoli impiegati per la raccolta sono negoziati su un mercato regolamentato. Un secondo limite quantitativo indiretto si ricava dal disposto dell'art. 129 T.U.B. (come modificato dal comma XXI dell'art. 64 D.Lgs. n. 415/96), il quale prescrive che le emissioni di strumenti finanziari per un valore superiore a 100 miliardi (di vecchie lire; n.d.a.) devono essere comunicate preventivamente alla Banca d'Italia, che potrebbe differire - e, forse, anche vietarne - l'effettuazione (cfr. F. CAPRIGLIONE-V. TROIANO, *sub art. 129, AA.VV., Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. CAPRIGLIONE, II, cit. p. 977 ss.).

(96) Il IV comma dell'art. 11 TUB è stato sostituito prevedendo, tra l'altro, l'inapplicabilità del divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico all'acquisizione di fondi effettuata dalla società emettendo obbligazioni, titoli di debito ed altri strumenti finanziari.

Quindi, l'emissione di una "quiditas" che possa essere iscritta in quella categoria, da parte di società non bancarie, né finanziarie o assicurative, non costituisce di per sé raccolta del risparmio tra il pubblico.

fondi (che siano poi disponibili a vista) da parte di soggetti non legittimati a svolgere attività bancaria e, d'altro canto, il divieto di forme di reperimento fondi comunque collegate ad emissioni di strumenti di pagamento a spendibilità generalizzata<sup>97</sup>.

Pare assolutamente improbabile che quand'anche l'ordinamento bancario o finanziario (ma ritengo che lo stesso principio possa trovare applicazione anche nell'ordinamento assicurativo) fosse - o diventasse<sup>98</sup> - tale da consentire l'istituzione di patrimoni destinati da parte delle società bancarie, queste possano emettere strumenti finanziari di partecipazione in funzione della raccolta di provvista<sup>99</sup>.

Peraltro, per il fatto che la regolazione secondaria di date attività si orienta alla tutela di primari interessi pubblici<sup>100</sup> (per di più "vestiti" di rilevanza costituzionale, è evidente il senso delle esclusioni di cui all'art. 11, IV comma, spec. lett. c).

(97) Violando un'esclusiva che è gelosamente custodita dal potere pubblico dello Stato; cfr. M.A. STEFANELLI, *Le istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia. I. Parte generale*, Padova, 2003, p. 159 ss.

(98) A meno di non intendere l'esplicito riferimento dell'art. 2447/bis, II comma, c.c. come riferito genericamente all'ordinamento settoriale (cfr. A. NUYTA, *I patrimoni e i finanziamenti destinati*, cit., p. 35 ss.); la norma menziona espressamente le sole leggi speciali (cio sembrerebbe escludere che la possibilità di costituire patrimoni destinati - per le società bancarie, finanziarie o assicurative - possa essere oggetto di previsioni della normazione secondaria; di diverso avviso R. COSTI, *Riforma societaria ed ordinamento bancario*, in AA. VV., *La riforma del diritto societario e le banche*, cit., p. 23 ss.).

(99) Ad es., non avrebbe molto senso, in tal caso, l'applicazione del limite (fissato nel 10% del patrimonio netto) per definire l'entità dell'eventuale patrimonio destinato costituito da società bancarie, finanziarie o assicurative, posto che in quest'ipotesi sarebbe probabilmente la stessa legge speciale (o la disciplina secondaria di settore, dettata dalla Banca d'Italia - conformemente alle delibere del CICR - ai sensi dell'art. 12, comma V, TUB); cfr. M. MARCUCCI, *sub art. 12*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (seconda ed.)*, a cura di F. CAPRIGLIONE, I, cit., p. 106 ss.) a specificare, sul piano quantitativo, l'ammontare di strumenti finanziari di partecipazione suscettibili d'essere impiegati per la raccolta del risparmio, soppesando il superiore interesse alla tutela del risparmio con gli altri interessi pubblici pariorientati.

Si tenga comunque conto del "casus" di autorevole dottrina (N. SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 289) che, argomentando anche dall'art. 12 TUB in tema di obbligazioni bancarie, fissa bene la loro distanza dagli strumenti partecipativi. In merito alla tipologia delle obbligazioni bancarie, v. già D. GALLETTI, *«Elasticità» della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, p. 265 ss.; G. FAUCIOLA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, Milano, 2000, p. 52 ss.

(100) Su cui è doveroso riandare al pensiero di G. GHETTI, *Lineamenti di diritto pubblico dell'economia*, Milano, 2001, p. 3 ss.

Se, infatti, il *leit motiv* cui s'orientano sia il TUB che il TUF - ma pure altre disposizioni più recenti, come la Riforma del diritto societario e la disciplina recata con la l. n. 262 del 28 dicembre 2005 (c.d. legge sul risparmio) - è costituito appunto dalla tutela del risparmio, risulta allora logico che l'emissione degli strumenti finanziari nuovi debba conformarsi alternativamente o ai limiti - non solo quantitativi, ma anche di regolamentazione ricavabili dagli artt. 2410 ss. c.c. o alle regole proprie di quel mercato dove gli stessi strumenti fossero già negoziati o destinati ad esserlo<sup>101</sup>. Di "a-nomia", a proposito degli strumenti finanziari di partecipazione - cioè, in realtà, il richiamo a disciplina statutaria in luogo di quella data da norme dispositive del codice civile riformato - si potrà parlare (e, per di più, solo *in parte qua*) per quegli strumenti finanziari di partecipazione che dovessero aver avuto un innesto di aspetti partecipativi (ai sensi degli artt. 2346, VI comma, o 2349, II comma, art. 2351, IV comma, e art. 2376 c.c.).

Restano sul campo due questioni: la prima, se l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione - ove fosse consentita anche a società ascrivibili tra le imprese bancarie, finanziarie o assicurative, possa o meno eccedere i limiti generali dettati dall'art. 2412 c. c. per le obbligazioni e gli strumenti finanziari obbligazionari "privati" o dall'ordinamento del credito per le obbligazioni bancarie<sup>102</sup>. Ragioni di coerenza sistematica inducono a ritenere che, come l'art. 2412 risulta applicabile - anche in forza della disposizione espressa dell'art. 2411, III comma, c.c. - agli strumenti finanziari dov'è comunque previsto un diritto al rimborso, analogamente le previsioni dell'ordinamento settoriale del credito e della finanza, dettate in generale per le obbligazioni bancarie<sup>103</sup> saranno applicabili ai titoli - comunque denominati

(101) Il richiamo alle regole del mercato allude non tanto al Regolamento Mercati della Consob (n. 11768/1998, e successive modificazioni), quanto piuttosto al regolamento adottato da ciascuna società di gestione dei mercati, dove gli strumenti finanziari di partecipazione fossero negoziati o comunque previsti come possibile oggetto di negoziazione (cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2004, p. 199 ss.).

(102) Sulle obbligazioni bancarie - come strumento di raccolta impiegato dalle banche - v. D. CARDILLI, *Obbligazioni e titoli di deposito emessi dalle banche*, in AA. VV., *La nuova legge bancaria. Il TU delle leggi sull'intermediazione bancaria e creditizia e le disposizioni di attuazione*. Commentario a cura di P. FERRO-LUZZI e G. CASTALDI, I, Milano, 1996, p. 303 ss.; M. PORZIO, *sub art. 12*, cit., p. 228 ss.

(103) G. FAUCIOLA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, cit., p. 35 ss., dove rimarca l'esigenza d'informazione del mercato - fatta propria pure dall'ordinamento settoriale del credito - da osservare comunque nei termini della trasparenza anche per il collocamento delle obbligazioni bancarie; B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., pp. 294-296.

emessi dalla società (bancaria) che avesse voluti istituire patrimoni destinati anche creando strumenti finanziari di partecipazione.

La seconda questione - evidentemente connessa con la prima - consiste nel verificare se quegli strumenti finanziari di partecipazione, ovviamente in quanto attribuiscono i diritti di cui all'art. 2351, IV comma, possano essere considerati partecipazioni (ed eventualmente essere anche "rilevanti") ai fini dell'art. 1, II comma, lett. h/*quater*, TUB, e dell'art. 1, comma VI/*bis*, TUF<sup>104</sup>.

Dal momento che il primo ordine di interrogativi risulta connesso alla problematica relativa alla legittimazione ad emettere questo tipo di strumenti finanziari nuovi, conviene rinviare il tentativo volto alla sua soluzione al prossimo paragrafo, mentre il secondo può avere esito qui in modo più rapido. Infatti, basta evidenziare come la soluzione possa essere trovata nel classico tema dell'influenza (notevole, piuttosto che rilevante, o addirittura dominante<sup>105</sup>): è partecipazione non solo quella che è definita tale dalla Banca d'Italia (come Autorità di Vigilanza), quanto quella che - conferendo poteri che s'esprimono stabilmente all'interno dell'organizzazione corporativa della società - possono persino divenire "rilevanti", esprimendo attribuzioni utili anche come "step" intermedi di un processo che potrebbe condurre al conseguimento di un potere d'influenza dominante (e che quindi ha da essere costantemente monitorato dall'Autorità di settore).

In tal senso, non sembra che gli strumenti finanziari di partecipazione - generalmente dotati dei poteri di controllo sulla gestione

(104) In base al disposto del comma VI/*bis*, introdotto nell'art. 1 del TUF dall'art. 3 d.lgs. n. 37/2004, per "partecipazioni" devono intendersi "le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque quelli previsti dall'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile".

(105) V. G. GIUZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi di società*, cit., p. 325 ss. U. TOMBARI, cit., p. 146, sottolinea, a proposito degli strumenti finanziari partecipativi, che «non dovrebbe essere difficile riconoscere la possibilità che lo statuto attribuisca diritti amministrativi - ed in specie "poteri di influenza deboli" sulla gestione sociale - quanto meno ad "obbligazionisti" ad alto rischio, quali, ad esempio, i titolari di obbligazioni subordinate». Ma se si tratta della possibilità di riscontrare solo un'"influenza debole", legata alla titolarità di un certo numero di strumenti finanziari partecipativi - magari in aggiunta ad una quota non irrilevante di azioni ordinarie - riterei allora logico escludere che, di per sé, la titolarità di strumenti finanziari di partecipazione (anche se "colorati" dei poteri partecipativi di cui all'art. 2351, IV comma, c.c.), possa dare luogo ad una situazione d'influenza (dominante o notevole che sia), rilevante nei diversi ordinamenti settoriali, dal momento che di fatto non pare idonea a determinare - neppure come atto strumentale o "momento di passaggio" all'interno di un *iter* più complesso - il controllo dell'impresa.

dell'affare - possano anche solo astrattamente conferire poteri di quel genere. Viceversa, quando si tratti di strumenti finanziari di partecipazione dotati di poteri partecipativi (di cui agli artt. 2351, IV comma, e 2376 c.c.), allora potrebbero forse anche essere computati ai fini degli art. 1, comma II, lett. h/*quater*, TUB e dell'art. 1, comma VI/*bis*, TUF, ma chiaramente solo quando una normativa di vigilanza regolamentare si dovesse esprimere in tal senso<sup>106</sup>.

## 6. L'emissione: competenza e limiti

Un approfondimento circa la natura - e quindi i caratteri tipologici generali della fattispecie - degli strumenti finanziari di partecipazione ad un patrimonio destinato ad uno specifico affare può rendersi anche più opportuno ai fini della soluzione da percorrere a proposito della competenza ad emetterli<sup>107</sup>. Se si ritiene, come sostenuto in precedenza, che questi siano titoli di debito, da considerare come strumenti finanziari ibridi di tipo obbligazionario (consistenti cioè in titoli per lo più standardizzati ed emessi in serie<sup>108</sup>) la ricostruzione della

(106) È chiaro che, comunque, sulla scorta delle osservazioni esposte *supra*, alla nota 99, una normativa regolamentare del genere avrebbe comunque da risolvere una questione di ragionevolezza, per non andare incontro ad eccezioni in termini d'illegittimità amministrativa.

(107) La competenza a decidere la costituzione di patrimoni destinati e l'emissione degli strumenti finanziari di partecipazione sembra fissata - con norma dichiaratamente dispositiva e derogabile dallo statuto sociale - all'art. 2447/*ter*, II comma, c. c.

In dottrina si registrano opinioni opposte in merito alla delegabilità della relativa competenza (così, e per la delegabilità della relativa decisione anche all'A.D., M. LAMANDINI, *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17.1.2003, n. 6*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 301; *contra*, per il necessario carattere collegiale della decisione, G. FAUCEGLIA, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fallimento*, 2003, p. 811 ss., nonché - da ultimo - A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 43 ss.

(108) Se il carattere indicato come serialità o standardizzazione appare sempre presente nel diritto dei mercati finanziari (il dove rileva la sostituibilità - che i giuristi denominano invece fungibilità - come "pre-condizione" per riscontrare la stessa sussistenza di un mercato del prodotto dal punto di vista economico), ciò rileva quando si discute dell'astratta negoziabilità: se è vero che l'attitudine di un titolo alla circolazione postula solo:

- l'astratta possibilità, per "quisque de populo" di subentrare al titolare nella legittimazione ad esercitare i poteri espressi nel titolo;
- la sussistenza di una domanda - almeno potenziale - del bene economico corrispondente al titolo;

è evidente che la serialità immette un fattore di "confrontabilità" nelle scelte economiche, e quindi può agevolare la negoziabilità parla di un'esigenza di omoge-

fattispecie che conduce alla loro emissione sarebbe presto detta, perché conseguente a quelli che si sono definiti *supra* come loro caratteri tipologici<sup>109</sup>. In pratica, l'organo amministrativo - competente non tanto a determinare la struttura finanziaria della società, quanto a valutare la sostenibilità (a livello finanziario, più che solo economico) di un'obbligazione da parte dell'impresa sociale - è legittimato a decidere di cercare quelle risorse sul mercato più che tramite intermediari e investitori/finanziatori professionali, o altri soggetti istituzionali.

Negli strumenti finanziari di partecipazione, quindi, in realtà può mancare del tutto l'erogazione di un ammontare di denaro (corrispondente ad un capitale di credito) da cui nasce il diritto alla restituzione<sup>110</sup>, ma non questa obbligazione pecuniaria - anche semplicemente eventuale - che può essere prevista a fronte dell'apporto di beni o servi-

neità e standardizzazione degli strumenti finanziari - con specifico riferimento agli strumenti finanziari di partecipazione ai patrimoni destinati - A. LAUDONIO, *Strumenti finanziari inerenti ai patrimoni destinati ad uno specifico affare: ricostruzione di una categoria*, cit., p. 126 ss.).

Tuttavia, la serialità non costituisce né un presupposto giuridico della negoziabilità - che sono oggi in concreto presenti sul mercato prodotti finanziari di per sé non omogenei e non sostituibili (come, ad es., le quote di fondi "bedge", qualificati come speculativi nell'ordinamento italiano), anche se comunque misurabili (e, di fatto, misurati) con la moneta, "rei fungibile" per eccellenza - e neppure un carattere essenziale delle fattispecie di strumenti finanziari elencati nell'art. 1, comma II, TUF o addirittura nel codice civile. Al più, potrebbe essere reputata come elemento "naturale" (v. *infra*, sub par. 9).

(109) In sostanza, s'allude alla rimborsabilità, come carattere proprio delle obbligazioni.

(110) Quando, ad es., si pattuisca che a fronte dell'apporto (anche di beni e rapporti che non siano suscettibili di conferimento) il terzo acquisti solo il diritto ad una partecipazione percentuale agli utili (o al fatturato), specifici dell'affare.

È poi ammissibile che l'apporto abbia ad oggetto un bene suscettibile di essere contenuto, ma di esso il terzo attribuisce alla società solo la disponibilità a titolo di nudo godimento, non il diritto di proprietà. In tal caso il bene dovrà essere restituito al proprietario nel termine pattuito e lo strumento finanziario reca solo l'obbligazione del patrimonio destinato a pagare gli utili prodotti nella gestione dell'affare. Si tratta, in quest'ipotesi, dell'apporto di una disponibilità temporanea, o di un diritto di godimento.

Non si può escludere in radice, tuttavia, che pure un apporto d'opera o di servizi - ai sensi dell'art. 2346, VI comma, c.c. - sia suscettibile di dar luogo ad un'obbligazione dell'emittente in sede di liquidazione o di altre ipotesi di scioglimento del rapporto. Si tratta, comunque, di un'eventualità che - per realizzarsi in concreto - presuppone che l'emissione rivesta anche i caratteri di cui all'art. 2346, VI comma, oppure dell'art. 2349, II comma, e produca anche le conseguenze di cui agli art. 2351, IV comma, e 2376 c.c.

zi. Questi, infatti, pur risultando non conferibili, sono ovviamente misurabili (e suscettibili d'essere surrogati da una prestazione) in denaro<sup>111</sup>.

In tutti questi casi, la restituzione dell'apporto al termine non potrà avvenire che tramite un equivalente in numerario (sempre che il valore dello stesso non sia stato completamente eroso dalla partecipazione - eventualmente pattuita - alle perdite effettivamente occorse).

Ad ogni modo, quindi, pur non corrispondendo né alle azioni né alle obbligazioni (come mostra il fatto d'essere compresi nella nuova lett. b/bis) dell'art. 1, comma II, TUF), gli strumenti finanziari di partecipazione possono essere considerati pur sempre titoli di debito - dal momento che rappresentano una situazione giuridica soggettiva di credito, anche se incerta nell'*an* (perché condizionata ad un risultato industriale positivo) e nel *quantum*<sup>112</sup>. In quanto tali, è conseguenziale che questi strumenti vengano emessi - come gli altri strumenti finanziari obbligazionari privati - dall'organo amministrativo, ma con decisione collegiale<sup>113</sup> (come dispone l'art. 2447/ter, II comma, c. c.).

È legittimo chiedersi quale spazio possa essere riconosciuto sul punto all'autonomia statutaria - se, cioè, lo statuto possa attribuire all'assemblea (magari con le modalità dell'assemblea straordinaria che modifica lo statuto<sup>114</sup>), ovvero all'amministratore delegato o al comitato esecutivo, la decisione circa l'*an*, il *quantum* e il *quomodo* di ciascuna emissione. Ragioni di sistema - oltre al dato testuale dell'art. 2447/ter, c.c. (che si riferisce espressamente ad una deliberazione) inducono a reputare irrinunciabile il metodo collegiale. D'altro canto, è innegabile non tanto l'utilità, quanto in radice la necessità di una previsione statutaria per prefigurare la possibile emissione (e, magari suc-

(111) V. *supra*, al par. 3.

(112) La questione si pone in termini sostanzialmente analoghi a quanto già si diceva a proposito dei prestiti subordinati: v. G.B. PORTALE, *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio*, cit., pp. 421-422, dove ricorda i termini del dibattito (ib., "Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili" (Appunti), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 1 ss.; nonché già ib., *La ricapitalizzazione delle aziende di credito (problemi ed ipotesi)*, in AA.VV., *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G.B. PORTALE, Milano, 1985, p. 5 ss.) con altra dottrina (G.F. CAMPORASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in *Giur. comm.*, 1983, I, p. 121 ss.), circa i caratteri delle obbligazioni postergate.

(113) Il che esclude l'ammissibilità di una costituzione del patrimonio destinato e di un'emissione degli strumenti finanziari di partecipazione che venga decisa dall'amministratore delegato o dall'amministratore unico.

Si rinvia, sul punto, alle argomentazioni già espresse in A. NUZZA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 41 ss.

(114) V. G. GIANNELLI, cit., pp. 190-191 ss.

cessivamente, di un'apposita delibera assembleare per definirne in concreto le condizioni, anche sul piano quantitativo<sup>(115)</sup> di strumenti finanziari di partecipazione, che attribuiscono i diritti partecipativi – soprattutto quelli amministrativi – di cui agli artt. 2346, VI comma, e 2351, IV comma, c. c.

La questione è se possano coesistere – e, se sì, come – attribuzioni in termini di legittimazione all'emissione dei vari organi amministrativi collegiali (C. d'A. e comitato esecutivo, o comitato di gestione) e assembleari. D'altro canto, è pure ammissibile che possano esistere – in relazione al medesimo patrimonio destinato, costituito dalla società per un unico affare, una pluralità di categorie di strumenti finanziari di partecipazione, ciascuna caratterizzata in funzione di aspetti differenti (considerati decisivi dal mercato nel momento dell'emissione). In ragione di tali differenze di contenuto, ciascuna delle categorie di strumenti finanziari di partecipazione potrebbe essere emessa da organi diversi e con procedimenti differenti: una, ad es., connotata come strumenti finanziari di partecipazione di genere obbligazionario – o quasi-obbligazionario – viene emessa da C. d'A. o addirittura dal comitato esecutivo, recando i diritti patrimoniali e di controllo di cui agli artt. 2447/ter-2447/novies c.c. Un'altra invece, può essere varata dal C. d'A. (o dal comitato esecutivo) su conforme disposizione dello statuto, che fissa pure i caratteri – in termini del contenuto degli strumenti finanziari e di limiti quantitativi della singola emissione. Per un'altra serie che attribuisce ai titolari altri penetranti poteri amministrativi<sup>(116)</sup> ai sensi degli stessi artt. 2346, VI comma e 2351, IV comma c. c., ma s'innesta su un'organizzazione corporativa già contrassegnata dalla presenza di un'altra categoria di strumenti finanziari partecipativi, l'emissione richiede non solo una preventiva delibera dell'assemblea sociale straordinaria (che modifichi lo statuto prevedendo la nuova categoria di strumenti finanziari di partecipazione partecipativi),

(115) L'argomento (proposto da G. GIANNELLI, cit., p. 179) sul punto, muove dalla considerazione che solo l'assemblea, in una s.p.a., è competente a disporre – in sede straordinaria, dal momento che si tratterebbe di una disposizione permanente (salva una successiva modifica dello statuto in senso diverso) – dei futuri utili dell'impresa sociale. Pertanto, in quanto l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione potesse tradursi in una previsione statutaria che dispone di parte dei futuri utili, dovrebbe essere adottata in sede d'assemblea straordinaria, modificando lo statuto ai sensi dell'art. 2447/ter. Il comma (che ammette una deroga statutaria della competenza attribuita al C. d'A.),

(116) Si adopera il termine nell'accezione proposta da U. TOMBARI, cit., p. 150.

ma pure l'approvazione dell'assemblea speciale di categoria relativa alla serie di strumenti finanziari partecipativi già esistente, ai sensi dell'art. 2376 c.c. Infatti, non è dubbio che in tal caso l'emissione può essere tale da incidere non solo sull'aspettativa dei soci ad un dato flusso di utili<sup>(117)</sup>, ma anche sui diritti e le attese dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi già emessi, sicché la relativa emissione deve essere decisa dall'assemblea straordinaria (dei soci), ma approvata poi anche dall'assemblea speciale (dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi già in circolazione).

Infine, i limiti quantitativi dell'emissione sono da valutare in termini differenti a seconda che gli strumenti finanziari di partecipazione siano in concreto assimilabili ai titoli quasi-obbligazionari – per i quali s'applicano i limiti all'emissione di cui all'art. 2412 c.c. (sempre che non si tratti di titoli emessi da società bancarie) o si tratti di strumenti finanziari di partecipazione partecipativi, che risultano affrancati dagli stessi.

#### 7. Il rimborso, la remunerazione e le prospettive concorsuali (arg. ex artt. 155-156 l. fall.)

Un aspetto d'indubbia rilevanza – in generale, legato alla disciplina dei patrimoni destinati e, più nello specifico, in ordine al contenuto degli strumenti finanziari di partecipazione – attiene ai diritti (di rimborso e di remunerazione) che sono immanenti a quello strumento finanziario e alle vicende che possono incidere sui medesimi anche per effetto dell'ammissione della società emittente a procedure concorsuali.

È utile evidenziare, *in limine*, che la stessa "consistenza" dei diritti recati dagli strumenti finanziari di partecipazione – la circostanza, cioè, che possano di norma essere condizionati entrambi nel *quantum*, ma senza che si possa dubitare dell'*an debeatur* – si evince agevolmente da alcune disposizioni recate, a proposito dei patrimoni e finanziamenti destinati, dal d.lgs. n. 5/2006 che ha riformato la disciplina delle procedure concorsuali, chiarendo sostanzialmente anche le modalità d'esercizio di quei diritti nell'ambito del concorso.

(117) G. Giannelli, cit., p. 167, sottolinea il rischio di rimettere all'organo amministrativo una decisione capace in concreto di "modificare i criteri in tema di distribuzione di utili e di variare l'assetto dei poteri all'interno della compagine sociale".

In pratica, se gli artt. 155-156 l. fall.<sup>118</sup>, nel regolare gli effetti del fallimento della società sul patrimonio destinato (affidandone la gestione al curatore) si riferiscono espressamente ai soli creditori particolari, è da verificare anzitutto se ed in quale misura ai titolari degli strumenti finanziari di partecipazione debbano essere riconosciute situazioni giuridiche soggettive creditorie e quali siano.

Ulteriori argomenti possono essere ricavati considerando, in aggiunta, la posizione giuridica soggettiva riconosciuta dall'art. 72/ter<sup>119</sup>

(118) Dopo la rubrica del Capo XI, del Titolo II del r.d. 16 marzo 1942, n. 267 (che ora recita "Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare"), è stato modificato il testo degli artt. 155-156, che ora rispettivamente recitano: art. 155 (Patrimoni destinati ad uno specifico affare).

- Se è dichiarato il fallimento della società, l'amministrazione del patrimonio destinato previsto dall'articolo 2447/bis, primo comma, lettera a), del codice civile è attribuita al curatore che vi provvede con gestione separata.

- Il curatore provvede a norma dell'articolo 107 alla cessione a terzi del patrimonio al fine di conservarne la funzione produttiva. Se la cessione non è possibile, il curatore provvede alla liquidazione del patrimonio secondo le regole della liquidazione della società in quanto compatibili.

- Il corrispettivo della cessione al netto dei debiti del patrimonio o il residuo attivo della liquidazione sono acquisiti dal curatore nell'attivo fallimentare."

Art. 156 (Patrimonio destinato incapiente; violazione delle regole di separatezza).

- Se a seguito del fallimento della società o nel corso della gestione il curatore rileva che il patrimonio destinato è incapiente provvede, previa autorizzazione del giudice delegato, alla sua liquidazione secondo le regole della liquidazione della società in quanto compatibili.

- I creditori particolari del patrimonio destinato possono presentare domanda di insinuazione al passivo del fallimento della società nei casi di responsabilità sussidiaria o illimitata previsti dall'articolo 2447/quinquies, terzo e quarto comma, del codice civile.

- Se risultano violate le regole di separatezza fra uno o più patrimoni destinati costituiti dalla società e il patrimonio della società medesima, il curatore può agire in responsabilità contro gli amministratori e i componenti degli organi di controllo della società ai sensi dell'articolo 146 della presente legge.

(119) Per semplificare la lettura del testo, si riporta di seguito il testo dell'articolo 72/ter l. fall., rubricato "Effetti sui finanziamenti destinati a uno specifico affare":

- Il fallimento delle società determina lo scioglimento del contratto di finanziamento di cui all'articolo 2447/bis, primo comma, lettera b) del Cod. civ. quando impedisce la realizzazione dell'operazione.

- In caso contrario, il curatore, sentito il parere del comitato dei creditori può decidere di subentrare nel contratto in luogo della società assumendone gli oneri relativi.

- Ove il curatore non subentri nel contratto, il finanziatore può chiedere al giudice delegato, sentito il comitato dei creditori, di realizzare o di continuare l'operazione in proprio o affidandola a terzi, in tale ipotesi il finanziatore può trattenere i proventi dell'affare e può insinuarsi al passivo del fallimento in via chirografaria per l'eventuale credito residuo.

della stessa l. fall. per il finanziatore, quanto agli effetti del fallimento di una società finanziata su un rapporto pendente di finanziamento destinato.

Nell'uno come nell'altro caso, vengono regolati i diritti dei creditori in un contesto di concorso. Sembra evidente che il fallimento della società, ovvero la sua ammissione a concordato preventivo (o ad accordi di ristrutturazione<sup>120</sup>) non modifica di per sé la posizione dei titolari degli strumenti finanziari di partecipazione che restano - almeno in astratto<sup>121</sup> - creditori sia del rimborso che della remunerazione periodica. Le questioni possono sorgere in funzione dell'eccezione - legata alla stessa sussistenza del patrimonio destinato - rispetto al

- Nelle ipotesi previste nel secondo e terzo comma, resta ferma la disciplina prevista dall'articolo 2447/decies, terzo, quarto e quinto comma del cod. civ.

- Qualora nel caso di cui al primo comma, non si verifichi alcuna delle ipotesi previste nel secondo e nel terzo comma, si applica l'articolo 2447/decies, sesto comma del Cod. civ.

(120) Si tratta di una nuova procedura, anche se sostanzialmente disegnata su una tipologia di prassi negoziali già sperimentate come strategie del sistema bancario e finanziario per favorire l'uscita dalla crisi di imprese industriali tuttora produttive (e nelle medesime condizioni di quelle suscettibili d'essere ammesse a concordato preventivo) ed accompagnarne il risanamento: v. in proposito il dettato del nuovo art. 182/bis, introdotto nella l. fall. dall'art. 2, comma 1, lett. D) della l. 14 maggio 2005, n. 80, rubricato "Accordi di ristrutturazione dei debiti", il cui testo si riporta di seguito:

- Il debitore può depositare, con la dichiarazione e la documentazione di cui all'articolo 161, un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentati almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un esperto sull'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei.

- L'accordo è pubblicato nel registro delle imprese; i creditori ed ogni altro interessato possono proporre opposizione entro trenta giorni dalla pubblicazione.

- Il tribunale, decise le opposizioni, procede all'omologazione in camera di consiglio con decreto motivato.

- Il decreto del tribunale è reclamabile alla corte di appello ai sensi dell'articolo 183, in quanto applicabile, entro quindici giorni dalla sua pubblicazione nel registro delle imprese.

- L'accordo acquista efficacia dal giorno della sua pubblicazione nel registro delle imprese."

V., in tema, S. BONFANTI - P.F. CANNONI, *La riforma della legge fallimentare e la disciplina della revocatoria, del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione, nelle procedure concorsuali pendenti e nelle procedure concorsuali terminate dopo l'entrata in vigore della riforma*, appendice al volume *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2005, p. 49 ss.

(121) Fatto salvo, cioè, l'onere di far valere le pretese con le modalità procedurali dovute.

principio generale di cui all'art. 2740 ss. c.c. (per cui, è chiaro che i titolari degli strumenti finanziari di partecipazione, in quanto creditori particolari legittimati di per sé<sup>122</sup> ad aggredire solo il patrimonio destinato, possono rivolgersi alla società - e quindi vengono ammessi a concorrere sul suo patrimonio di provenienza - solo nei casi eccezionali delle obbligazioni per il risarcimento di un fatto illecito (o di omessa pubblicità legale ex art. 2447/quinquies, IV comma, c.c.), o nel caso della prestazione di garanzie accessorie da parte della società<sup>123</sup>).

Ad ogni modo, le situazioni creditorie dei titolari degli strumenti finanziari di partecipazione trovano tutela, da un lato, nei limiti del valore di liquidazione del patrimonio destinato ma, d'altro canto, anche del valore che lo stesso patrimonio destinato può assumere per un terzo che sia interessato ad acquisirlo come complesso aziendale, o come insieme di beni e rapporti obiettivamente utili per chi intenda perseguire quello o altri affari. In tal senso, i diritti dei titolari degli strumenti finanziari di partecipazione all'affare trovano la garanzia patrimoniale non solo nel valore di liquidazione del patrimonio destinato, ma anche nell'eventuale valore di realizzo come unità produttiva o ramo d'azienda (sempre suscettibile di dismissione, sia nell'ambito di una liquidazione che in sede concorsuale<sup>124</sup>). Quindi, nei limiti del valore di realizzo del patrimonio destinato, fatta salva l'esistenza di crediti prededucibili o privilegiati nel concorso, il diritto al rimborso dei titolari degli strumenti finanziari di partecipazione potrebbe trovare soddisfazione anche in ambito concorsuale.

Quanto invece al diritto sulla remunerazione, esso tende ad affievolire in quel contesto, dal momento che esso potrebbe trovare riconoscimento solo nei limiti dei proventi della gestione separata dell'affare che sia predisposta e realizzata dal curatore, o comunque possa proseguire nel corso della crisi dell'impresa<sup>125</sup>, anche ad opera degli

(122) A meno che per quel credito non sussista una delle condizioni particolari - cui si riferisce l'art. 156, II comma, I fall. - che originano uno di quei "casi di responsabilità sussidiaria o illimitata previsti dall'articolo 2447/quinquies, III e IV comma, del codice civile". Cfr. G. GIANNELLI, cit., p. 192 ss.

(123) A. NUZZA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 94 ss.

(124) Cfr. A. CAPEA - R. CONIO, *Il trasferimento dell'azienda nell'impresa in crisi o insolvente*, Padova 2005, p. 3 ss.; F. FUMANO, *Fallimento e circolazione dell'azienda socialmente rilevante*, Milano, 2000, p. 71 ss.

(125) Anche prima, o senza che inizi una vera e propria procedura, con una soluzione di tipo convenzionale transattivo tra la società cui sono imputati i beni e i rapporti giuridici che costituiscono il patrimonio destinato e i suoi creditori particolari (o anche solo alcuni di essi, che si obbligano a procurare il consenso degli altri o, insieme alla società, a garantirne le pretese). Cfr. E. FRASCAROLI, *Crisi dell'impresa e soluzioni stragiudiziali*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. GALGANO, vol. XXXVII, Padova, 2005, p. 199 ss.

organi di altre procedure<sup>126</sup>. Infatti, se quei proventi, al netto dei costi della gestione e aggiunti al presumibile valore di realizzo del patrimonio destinato potranno consentire non solo l'integrale soddisfazione del credito di rimborso, ma anche un puntuale adempimento dell'obbligo di remunerazione del credito, è da ritenere che, sul punto, l'interesse all'integrale soddisfazione (quanto al credito di remunerazione) dei creditori particolari - e, tra questi, specialmente dei titolari degli strumenti finanziari di partecipazione - debba essere considerato privilegiato rispetto a quello vantato dai creditori concorsuali del patrimonio di provenienza a soddisfarsi sull'eventuale valore residuo di liquidazione.

### 8. Gli strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma II, TUF come categoria relativamente chiusa e carattere unitario del concetto normativo<sup>127</sup> legato alla lett. b/bis

Alla luce della sommaria analisi appena condotta, sembrerebbe possibile concludere nel senso di un permanente carattere "chiuso"

(126) Ritengo che - potendo l'accordo di ristrutturazione di cui sopra (v. la nota 120) prevedere anche la divisione dei creditori sociali per classi omogenee (cfr. gli artt. 177 ss. L. Fall.), e rappresentando i titolari degli strumenti finanziari di partecipazione almeno una classe nell'ambito dei creditori particolari della società in relazione allo specifico affare e al patrimonio destinato - la proposta di accordo di ristrutturazione potrebbe prevedere:

- la prosecuzione dell'attività relativa all'affare, se il commissario giudiziale considerasse lo stesso ancora utile per il puntuale adempimento delle obbligazioni verso i creditori particolari e magari ritenesse ancora possibile acquisire in via residuale un valore utile anche per il pagamento dei creditori "generali";

- ancora la prosecuzione in proprio, o con l'affidamento a terzi (con le modalità, ad es., dell'affitto d'azienda) dell'attività, se si prospetta una possibile cessione dell'azienda, di un ramo della stessa, ovvero di beni e rapporti giuridici che costituiscono il patrimonio destinato) in blocco e la prosecuzione dell'attività si fosse giudicata funzionale (o comunque utile) a quella dismissione;

- l'interruzione dell'attività che si giudicasse non profittabile e non risanabile in proprio, mentre non sussistesse un comprovato interesse di terzi (ad es., suffragato dall'attuale presenza di proposta d'acquisto o d'affitto dell'azienda, di un suo ramo o del complesso di beni e rapporti in cui consiste il patrimonio destinato), e la liquidazione del patrimonio destinato, conforme all'art. 2447/monies, c. c. (cfr. A. NUZZA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 211 ss.).

(127) L'elaborazione della categoria dogmatica del c.d. "concetto normativo" rappresenta ancora, mi pare, un fondamento dell'elaborazione giuscommercialistica, dovuta al pensiero di un'autorevole dottrina v. T. ASCARELLI, *Tipologia della realtà, disciplina normativa e titolo di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1957, I, p. 357 ss.

so<sup>128</sup> della fattispecie "strumenti finanziari" di cui all'art. 1, comma II, TUF.

Se in quella categoria sono oggi comprese diverse fattispecie, regolate anche a livello codicistico come figure tipiche a contenuto atipico<sup>129</sup>, che cioè riconoscono ampi spazi all'autonomia statutaria nel conferire uno specifico profilo negoziale a quegli strumenti finanziari – e tra queste devono oggi essere incluse anche le ipotesi riconducibili nel *genus* definito dall'art. 1, comma II, TUF con la lett. b/bis – si deve sommessamente rilevare che anche nel caso di altri *nomina juris* indicati dalla medesima disposizione non era<sup>130</sup> (e non è più ora, a maggior ragione) sempre agevole indicare in modo assolutamente definito il dato fenomenico negoziale richiamato dal referente e individuare la normativa primaria applicabile (in aggiunta al TUF)<sup>131</sup>.

Qualora s'intenda ricostruire come fattispecie – piuttosto che come semplice elencazione – la categoria appena menzionata, è da tener presente che l'elemento comune e forse obiettivamente qualificante, ai fini dell'inserimento nella categoria degli strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma II, TUF, pare essere la negoziabilità sui mercati dei capitali. Del resto, in chiave funzionale, è ovvio che la latitudine delle fattispecie ivi previste corrisponda se non all'attuale rilevanza per il mercato – come sarebbe potuto risultare da un riferimento all'effettiva negoziazione attuale – almeno alla potenziale destinazione alla circolazione su di esso.

Per questo si richiama la negoziabilità, che attiene ai titoli – intesi come "beni di secondo grado" – piuttosto che alle prestazioni a fronte

(128) Conclude invece nel senso del carattere aperto della fattispecie – proprio alla luce degli spazi riconosciuti all'autonomia statutaria nel disegnare strumenti finanziari "atipici" dal nuovo diritto societario – A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1271 ss. Prima ancora, di ampi spazi per l'atipico nella riforma aveva parlato anche V. SANTORO, *sub*, art. 2351 in AA. VV., *La riforma delle società. Società per azioni. Società in accomandita per azioni*, 2, I, a cura di M. SANDULLI e V. SANTORO, Torino, 2003, p. 132, che concludeva ritenendo "destrutturata" la fattispecie dell'art. 1, comma II, TUF.

Non si ritiene, per le ragioni che si specificheranno nel testo, di condividere la tesi espressa dagli AA. sopra citati.

(129) La fortunata espressione – che rappresenta una sintesi concettuale particolarmente utile in sede definitoria – è stata coniata da G.B. PORTALE (a proposito delle azioni di risparmio), ed è comunemente adoperata in dottrina (G. GIANNELLI, op. cit. pp. 168-169; 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, III. cred.*, 2003, I, p. 519 ss., spec. p. 520; M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari* ..., cit. p. 543).

delle quali essi sono stati emessi. Il che implica la necessaria cesura – definita o al livello di disciplina inderogabile dettata per l'emissione<sup>132</sup>, oppure a livello già della disciplina contrattuale, frutto dell'autonomia negoziale, da applicare (insieme alle eventuali previsioni statutarie sul punto) all'emissione, ad integrazione dei pochi scampoli di disciplina inderogabile dettati per altre fattispecie – cesura tra l'ampia elencazione del codice e quell'elenco chiuso del TUF<sup>133</sup>.

Di un ampliamento degli spazi dell'atipico nella riforma parla anche F. COSTI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 414 ss., spec. p. 416 ss., dove stigmatizza la rischiosità della scelta in chiave di tutela dei risparmiatori (p. 420), auspicando che il mercato sappia fare selezione delle applicazioni più perniciose.

(130) La questione, infatti, era stata proposta circa la riconducibilità delle azioni di risparmio nel "*genus*" azione – intesa come partecipazione – già prima della riforma: cfr. U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1101 ss.

(131) Si pensi ai possibili contenuti contrattuali di strumenti finanziari espressamente nominati dal TUF, come *future* e *swap* (per i quali la realtà concreta è obiettivamente prodiga di "variazioni sul tema" che – senza essere esplicitamente indicate nel testo delle lett. F.g. dell'art. 1, comma II, TUF – sono note a livello internazionale ed impiegate anche in Italia; v. ad es. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati di credito. Il "credit default swap"*, in *Dir. comm. internaz.*, 1997, p. 103 ss.; v. anche C. RONDARDO, *Riflessioni sul regime impositivo dei proventi da "Credit default swap semplice" quali redditi di capitale e diversi*, in *Dir. e prat. trib.*, 1999, I, p. 1468 ss.), nonché ad altri che pure potendo essere riconosciuti in altre previsioni della stessa disposizione (come la lett. i, riferita in genere ai contratti di opzione, da intendere come comprensiva di tutte le possibili applicazioni che la prassi internazionale definisce comunemente *option*), potendo venire obiettivamente inseriti nel contenuto di quell'elenco (come, ad es., i *warrants* e i *covered warrants*) manifestano sia ampiezza di contenuti negoziali che una varietà di disciplina applicabili (cfr. F. GOERRERA, loc. op. ult. cit.; S. CAPIELLO, loc. op. ult. cit.).

(132) Com'è in particolare per le azioni – con la stringente regolazione dettata per i conferimenti – ma pure per le obbligazioni.

(133) L'istanza di regolazione che pervade i mercati finanziari impone che si fissino dei criteri – coerenti *in primis* con la previsione dell'art. 41, comma II, Cost. – per definire l'ambito dell'iniziativa economica privata soggetta al controllo dei pubblici poteri, nonché le finalità dirette e indirette di tale vigilanza. È ragionevole che tali controlli vengano attivati solo quando la prassi dei mercati abbia "riconosciuto" l'utilità dei modelli nuovi frutto dell'autonomia privata e la loro diffusione abbia raggiunto quegli indici di rilevanza – legati alla diffusione degli strumenti finanziari nuovi presso il pubblico dei risparmiatori.

Pertanto, la diversa impostazione – segnalata nel testo – tra le categorie codicistiche (come consegnate all'atipicità negoziale e all'autonomia statutaria nel nuovo diritto delle società) e quelle adoperate negli ordinamenti settoriali (in specie, TUF e TUB) come categorie tendenzialmente chiuse, risponde ad un'evidente logica di sistema.

È evidente che, da questo punto di vista, quella degli strumenti finanziari di partecipazione, in quanto s'integra con la normativa sostanzialmente inderogabile dettata per le obbligazioni (e generalmente applicabile agli ibridi obbligazionari per effetto dell'art. 2411, III comma, c.c.)<sup>134</sup>, potrebbe sembrare contrassegnata da un più ridotto spazio per l'atipico. Tuttavia, le questioni si rinfocolano quando si considera l'ipotesi degli strumenti finanziari di partecipazione partecipativi, la cui disciplina s'integra con quella - molto più "aperta", dettata dagli artt. 2346, VI comma, 2349, II comma, 2351, IV comma e 2376, II comma, c.c.

Dunque, la negoziabilità può riferirsi anche agli strumenti finanziari emessi a fronte di prestazioni personali ed infungibili, strumenti che possono essere stati concepiti (per previsione statutaria, più che dal negozio d'emissione) per circolare<sup>135</sup>, anche se quell'apporto è garantito da fideiussione bancaria o assicurato con polizza fideiussoria, analogamente a quanto prevede l'art. 2464, IV comma, c.c., ovvero altrimenti "surrogato" per effetto di previsioni contrattuali inserite nel contratto d'emissione<sup>136</sup>.

La negoziabilità, come astratta attitudine alla circolazione, è chiaramente in relazione alla forte istanza d'agevolare l'afflusso di mezzi finanziari utili per l'impresa, espressa già nell'art. 4 della l. n. 366/2001: la negoziabilità, che incide sulla stessa liquidabilità dell'investimento (ed appare anche naturalmente legata alla creazione di un efficiente mercato secondario) è chiaramente un elemento caratterizzante per la fattispecie dell'art. 1, comma II, TUF, ma appare anche tale da distinguere sostanzialmente - almeno sul piano normativo - gli strumenti e i prodotti finanziari regolati dal TUF (e dei quali si occupa oggi anche la c.d. legge sul risparmio) dal novero di ciò che nel codice

(134) V. G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 811.

(135) La circolazione, peraltro, potrebbe pure riferirsi ad investitori professionali (come, ad es., fondi speculativi specializzati nell'investimento in *venture capital*), che potrebbero non incontrare eccessive difficoltà nel mobilitare il proprio investimento, ad es. collocando proprie quote presso altri fondi speculativi (che investano in quote di altri fondi "hedge"), o addirittura attuando una cessione del proprio contratto d'investimento "private equity".

(136) Secondo quanto s'è ipotizzato *supra*, al par. 3.

L'interpretazione suggerita nel testo rende ragione anche della previsione di stinta - nell'ambito dell'art. 2447/ter, I comma, c. c. - della lett. d) in ordine alla possibile previsione di apporti dei terzi, insieme a quella della lett. e) che regola l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione all'affare.

civile è strumento finanziario<sup>137</sup>, e che sembra essere solo "naturalmente" fatto per circolare<sup>138</sup>. L'affermazione spiega perché si può contestualmente continuare a reputare quella dell'art. 1, comma II, TUF una fattispecie chiusa - anche ai fini del controllo pubblico sui mercati finanziari - mentre si considera l'ampliamento degli spazi d'autonomia statutaria anche per le s.p.a. e le stesse fattispecie nuove di strumenti finanziari inserite dalla riforma nel codice civile come ipotesi tipiche con contenuti atipici.

Infatti, la categoria dell'art. 1, comma II, TUF risulta chiusa più che per "tracciare i confini" del controllo pubblico sulla finanza - in chiave vetero-liberista - per dettare regole di garanzia (o forse solo "tranquillizzanti") per il pubblico risparmio, da cui le imprese cercano le risorse utili a fini produttivi. Dunque, tale disposizione pare obiettivamente coerente con un'interpretazione "evolutiva" anche della disciplina codicistica come "market oriented", nella normale tensione tra un'istanza liberista (volta a ridurre inutili "lacci e lacciuoli", per potenziare l'autonomia d'impresa) e quella - obiettivamente diversa, ma di fatto non contrastante - di fissare "paletti" entro cui l'iniziativa

(137) Per cui è anche condivisibile la posizione di parte della dottrina (M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 556; U. TOMBAZZI, cit., p. 147) che propende per una maggiore latitudine della categoria codicistica, che potrebbe riferirsi a strumenti finanziari non suscettibili di circolazione, con la circolazione che rappresenta quindi un elemento accidentale della fattispecie (M. MICOLA, *I conferimenti in natura*, cit., p. 295 ss).

(138) Dal momento che la concreta possibilità di smobilizzare agevolmente l'investimento, prima del termine naturale, si presta ad incentivare la decisione del finanziatore, in modo sostanzialmente analogo all'entità della remunerazione - sussistendo una normale correlazione (nei termini di una relazione diretta) tra la durata dell'operazione e il rischio d'insolvenza, da un lato, e quindi tra la durata dell'investimento e l'attesa di remunerazione che "compensi" quel rischio.

La possibilità di far circolare lo strumento finanziario rappresentativo dell'investimento, rendendo possibile una mobilitazione anticipata rispetto all'attesa di realizzo - e data l'aspettativa di una certa remunerazione e la remunerazione già conseguita - sembra poter incrementare la percentuale di rendimento dell'investimento nell'unità di tempo, incentivando allora la scelta d'investire in modo pari ad un corrispondente incremento della remunerazione.

La naturale destinazione alla circolazione induce a ritenere si astrattamente possibili, ma probabilmente non molto comuni in concreto le ipotesi di strumenti finanziari partecipativi non negoziabili. Quanto poi agli strumenti finanziari di partecipazione, sembra potersi sostenere che la regola è rappresentata dal carattere seriale e "di massa" dell'operazione, mentre il caso degli strumenti finanziari di partecipazione "partecipativi" dipenderà dalla presenza di omologhe disposizioni statutarie e probabilmente tenderà a restare un fatto eccezionale.

privata deve muoversi, a tutela di coloro da cui quelle iniziative attendono d'essere finanziate.

### 9. Conclusioni: quali prospettive d'impiego per l'istituto?

È opportuno, infine, tentare – anche se l'operazione potrebbe sembrare abbastanza azzardata – una previsione in ordine alla possibile effettiva utilizzazione dell'istituto degli strumenti finanziari di partecipazione ai patrimoni destinati.

Si tratta, evidentemente, di una fattispecie nuova – oggetto sia del nuovo diritto societario che rilevante per la disciplina dell'intermediazione e dei mercati finanziari – che è quindi suscettibile d'essere giudicata dai pratici come una sorta di oggetto misterioso di cui diffidare<sup>139</sup>.

È da considerare, però, che forse un giudizio del genere potrebbe mutare radicalmente, quando le prospettive di sviluppo economico dovessero cambiare, la congiuntura e le aspettative diventassero rosee e dovesse migliorare la propensione all'investimento di risparmiatori ed imprese.

In un contesto obiettivamente modificato, anche strumenti finanziari nuovi, capaci di incentivare diversificazione degli investimenti, relativa prevedibilità dei risultati e segmentazione del rischio potrebbero pure ottenere il successo che oggi nessuno spera.

ANDREA NIUTTA

(139) Cfr., F. D'ALESSANDRO, *Società per azioni: le linee generali della riforma*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 40.