



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II

# **INNOVAZIONE E DIRITTO**

QUARTERLY REVIEW OF TAX AND ECONOMIC LAW

**2**

2018

## **Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti**

*di Emanuele Coraggio*

### **ABSTRACT**

*The paper describes the participative financial instruments (Sfp) ex art. 2346 co. 6. c.c., which were introduced in our legal system about 15 years ago with the aim of promoting the growth and the development of Italian companies, by facilitating private equity and venture capital operations, and which instead proved – after the latest economic crisis – to be an efficient instrument for restructuring operations.*

*The purpose of the work therefore is to reconstruct the essential features of the case in issue, and mostly to fill up the laconic law in subiecta materia through the numerous notarial guidelines, which represent an indispensable analysis tool for scholars. To this end, firstly the Sfp legal nature, the cause of the operation underlying their issue and the Sfp accounting in the financial statements are examined. Eventually, after analysing the process of issue and the different competences involved within the company, the paper focuses on the main rights that can be attributed to sfp holders, starting from the cash-flow ones by ending with the control ones.*

### **SINTESI**

*Il lavoro ha ad oggetto gli strumenti finanziari partecipativi (Sfp) ex art. 2346 co. 6 c.c., che erano stati introdotti nel nostro ordinamento circa 15 anni fa con l'intento di favorire la crescita e lo sviluppo delle società italiane, agevolando il compimento di operazioni di private equity e venture capital, e che piuttosto si sono rivelati – a seguito della recente crisi economica – un efficace strumento per realizzare operazioni di ristrutturazione aziendale.*

*Scopo dell'elaborato, dunque, è quello di ricostruire i tratti essenziali della fattispecie de qua, e soprattutto di colmare la breviloquente normativa in subiecta materia mediante il ricorso alle ormai numerose massime notarili sul punto, che rappresentano un irrinunciabile strumento di analisi per l'interprete. A tal fine vengono esaminati anzitutto la natura giuridica degli Sfp, la causa dell'operazione sottostante la loro emissione e le modalità di rilevazione in bilancio dei relativi apporti. Quindi, dopo aver analizzato il procedimento di emissione e le differenti competenze degli organi sociali interessati, l'articolo si sofferma sui principali diritti attribuibili ai titolari di Sfp, a cominciare da quelli patrimoniali per concludere con quelli amministrativi.*

**SOMMARIO:** 1. Profili di criticità della fattispecie, metodo d'indagine e scopo del presente lavoro – 2. Natura giuridica degli Sfp ed ambiguità sistematiche – 3. Neutralità causale, apporti dei sottoscrittori e rappresentazione contabile – 4. Il

procedimento di emissione degli Sfp: le competenze dell'assemblea straordinaria e dell'organo amministrativo e l'opportunità di un'adeguata pubblicità – 5. Il variegato insieme di diritti attribuibili ai titolari di Sfp. I principali diritti patrimoniali – 6. *Segue*. Il diritto di voto e le contrastanti posizioni del Consiglio Notarile di Milano e del Comitato Triveneto – 7. *Segue*. Il diritto di nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco ex art. 2351, comma 5, c.c. – 8. *Segue*. I recenti sviluppi in tema di diritto di conversione in azioni

## 1. Profili di criticità della fattispecie, metodo d'indagine e scopo del presente lavoro

Gli strumenti finanziari partecipativi previsti dall'art. 2346, comma 6, c.c., hanno rappresentato fin dal momento della loro introduzione nell'ordinamento una fattispecie quanto mai problematica e controversa in letteratura. I dubbi e le perplessità alimentati dalla breviloquente normativa in punto di disciplina applicabile, d'altra parte, non sono riusciti ad impedire il successo che questa peculiare tipologia di strumenti finanziari ha raggiunto negli ultimi anni nella realtà societaria italiana, con particolare riguardo alla crisi d'impresa. Sotto questo profilo, tuttavia, non può ignorarsi che la funzione che ha consacrato la centralità degli Sfp nella prassi applicativa non è coincisa con quella originariamente pensata dal legislatore, ossia ampliare i mezzi di cui dispongono le società per azioni al fine di raccogliere le risorse necessarie all'esercizio della propria attività; e di farlo, in particolare, nel rispetto della normativa comunitaria (oggi eurounitaria), che vietava (e tutt'oggi vieta) il conferimento di opere e servizi, *rectius* la loro imputazione a capitale.<sup>1</sup> Il percorso delineato dal legislatore, pertanto, come segnalato già

<sup>1</sup> Cfr. relazione al d.lgs. n.6/2003, ove si afferma, fra l'altro, che attraverso l'introduzione di questa fattispecie «si è ricercato un punto di equilibrio tra il divieto imposto dall'ordinamento comunitario e l'esigenza di consentire pure l'acquisizione alla società di valori a volte di notevole rilievo; senza però pervenire alla soluzione, che in altri ordinamenti è stata fonte di insuperabili difficoltà applicative e sistematiche, di ammettere l'emissione di "azioni di industria"». È appena il caso di segnalare che, pur essendo la soluzione accolta nel nostro ordinamento forse quella maggiormente coerente con il principio di integrità del capitale sociale, che postulerebbe la sua immediata ed integrale liberazione, l'emissione di azioni dietro l'apporto di opere o di servizi (azioni di industria) è facoltà pacificamente riconosciuta all'autonomia privata da ordinamenti stranieri, come quello francese, fin dall'Ottocento, come testimoniato da Raymond-Theodore Troplong, illustre giurista d'oltralpe, già presidente della Corte di Cassazione di Parigi, nonché presidente del Senato, nei suoi commenti al *Code Napoléon* (1804), in R.T. TROPLONG, *Il diritto civile spiegato secondo l'ordine del Codice. Del contratto di società civile e commerciale. Comento del Tit. IX del Libro III del Codice*

all'indomani dalla riforma Vietti in un noto studio del CNN,<sup>2</sup> avrebbe dovuto favorire il compimento di operazioni di *private equity* e di *venture capital*, e con esse la crescita della piccola e media impresa italiana. Lapalissiano sarebbe oggi affermare che questa previsione non si è avverata e che la direzione seguita dalla realtà imprenditoriale italiana è stata quella dell'espansione del mercato del capitale di debito piuttosto che di quello di rischio.<sup>3</sup> Se poi si tiene in conto anche della crisi che ha colpito negli ultimi anni il nostro sistema economico, ben si comprende come mai un siffatto scenario abbia costituito terreno fertile per l'asservimento di quest'istituto a fini diversi da quelli originariamente concepiti dal legislatore. Come *supra* anticipato, infatti, è nel campo della crisi d'impresa, e in particolare della ristrutturazione aziendale, che gli Sfp hanno trovato un'effettiva utilità, consistente essenzialmente nell'assicurare alle banche che concedono nuova finanza la titolarità di determinati poteri di influenza finalizzati a garantire una forma di difesa del loro investimento.<sup>4</sup>

Orbene, prendendo atto del rinnovato interesse che questi strumenti hanno assunto nell'odierna realtà societaria, scopo del presente lavoro sarà quello di ricostruire i tratti tipologici della fattispecie al fine di fugare le principali incertezze operative, grazie anche all'ausilio delle ormai numerose massime notarili sul punto che, operando alla stregua di vera e propria *soft law*,<sup>5</sup> appaiono sempre più un irrinunciabile strumento di indagine scientifica in ambito societario.

---

civile, Vincenzo Mansi Editore, Livorno, 1843, p. 113, ove egli afferma che le azioni di industria «rappresentano il capitale dell'opera personale, il di cui valore è stato conferito con apportare nella società l'opera individuale» e che «il loro nome dimostra che l'intenzione delle parti è stata quella di ricompensare sufficientemente l'opera personale con porla a parte degli utili, e che nulla possa pretendere dai capitali».

<sup>2</sup> U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in CNN Studio n.5571-2005/I, reperibile sul sito <http://www.notariato.it/sites/default/files/5571.pdf>, 2.

<sup>3</sup> Circostanza, quest'ultima, certificata da un recente studio di MEDIOBANCA e UNIONCAMERE, *Le medie imprese industriali italiane (2006-2015)*, reperibile sul sito [http://www.mbres.it/sites/default/files/resources/download\\_it/mi\\_2017.pdf](http://www.mbres.it/sites/default/files/resources/download_it/mi_2017.pdf), 2017, XXIII.

<sup>4</sup> A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le Società*, 2011, VIII, p. 926; F. BONATO, *L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto*, in *Le Società*, 2017, VII, p. 569.

<sup>5</sup> M. PALAZZO, *Per un ripensamento del ruolo del notaio nel mutato sistema delle fonti del diritto*, in *Notariato*, 2014, VI, p. 590.

## 2. Natura giuridica degli Sfp ed ambiguità sistematiche

Sicuramente centrale e prioritaria è l'individuazione della natura giuridica degli Sfp, cui si accompagna la non meno agevole collocazione sistematica dei medesimi in seno agli strumenti di finanziamento delle società azionarie.

Sotto il primo profilo pare possa ormai affermarsi che gli Sfp di regola sono rappresentati da titoli di credito, pur non potendosi escludere *a priori* che la posizione giuridica dei loro titolari non risulti incorporata in alcun titolo, con conseguente applicazione in ipotesi di alienazione degli artt. 1406 e ss. c.c. sulla cessione del contratto.<sup>6</sup>

Maggiormente complessa è la risoluzione della seconda problematica suindicata. A testimonianza delle difficoltà ermeneutiche incontrate in letteratura, d'altronde, si pone l'impiego non raro da parte degli interpreti della nozione di «ibrido» per descrivere la fattispecie di cui si discorre:<sup>7</sup> *prima facie*, infatti, essa presenta elementi comuni ad entrambi i principali strumenti di finanziamento delle società azionarie, ossia le azioni, quali titoli rappresentativi di capitale di rischio, e le obbligazioni, quali titoli rappresentativi di capitale di debito. Da questo punto di vista, dunque, si potrebbe ipotizzare che il criterio discrezionale *in subiecta materia* sia costituito dal grado di partecipazione economica al rischio d'impresa, venendosi cioè a collocare gli Sfp in un'ideale via di mezzo fra le azioni e le obbligazioni.<sup>8</sup> In realtà, maggiormente persuasiva appare la tesi secondo cui non sarebbe un certo

<sup>6</sup> M. NOTARI e A. GIANNELLI, Sub art. 2346, comma 6, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI, F. GHEZZI e M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, p. 65 e ss..

<sup>7</sup> Si vedano *ex multis*: M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte della società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I, p. 519 e ss.; M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I, p. 542 e ss.; M. LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, Padova, 2004, p. 250.

<sup>8</sup> M. MIOLA, *Conferimenti in natura, versamenti dei soci, prestazioni accessorie*, in G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Utet, Torino, 2004, I, p. 268. Il carattere ibrido della fattispecie a ben vedere non attiene unicamente al grado di partecipazione al rischio di impresa, ma anche al contenuto degli Sfp (*rectius* alla situazione giuridica dei loro portatori): qualora i suddetti strumenti siano strutturati come un'operazione di finanziamento (e, dunque, si avvicininno maggiormente alle obbligazioni sotto il profilo economico), si finisce con l'attribuire a dei non soci una serie di diritti caratterizzanti la partecipazione sociale; viceversa, qualora gli Sfp siano strutturati in termini di apporto atipico di capitale di rischio, in quanto privi dell'obbligo di rimborso, a fronte di un apporto di quasi capitale non si riconosce neppure il diritto di voto in via generalizzata.

grado di partecipazione al rischio d'impresa a contraddistinguere gli strumenti finanziari di cui si discorre. Milita in senso contrario a una siffatta ricostruzione, infatti, il fondamentale rilievo che la volontà dei soci, salvo alcune limitazioni di massima, può pressoché liberamente determinare il contenuto degli Sfp e, dunque, anche la loro maggiore o minore rischiosità.<sup>9</sup> Nella impossibilità di fissare *a priori* il grado di partecipazione al rischio d'impresa – la cui determinazione nel caso concreto, fra l'altro, incide direttamente sul piano della rappresentazione contabile, come meglio *infra* specificato – due sono gli elementi che assurgono a «spartiacque» e consentono di distinguere la fattispecie in esame rispettivamente da quella azionaria e da quella obbligazionaria: anzitutto la mancata imputazione a capitale dell'apporto (ove presente) effettuato dai sottoscrittori, che impedisce a costoro di acquisire lo *status socii*; in secondo luogo l'attribuzione ai sottoscrittori di diritti sociali, sia pure non coincidenti con quelli normalmente attribuiti agli azionisti<sup>10</sup>. Qualora una delle due caratteristiche testé evidenziate mancasse, pertanto, pare corretto ritenere che si sarebbe necessariamente in presenza vuoi di azioni, vuoi di strumenti obbligazionari o para-obbligazionari, con conseguente applicazione delle rispettive discipline.<sup>11</sup> A giudizio di chi scrive, dunque, maggiormente coerente da un punto di vista sistematico è la ricostruzione che si fonda non sulla distinzione (di stampo forse più economico) fra titoli rappresentativi di capitale di rischio e di debito, ma su quella fra strumenti partecipativi e non partecipativi, che troverebbe un solido addentellato normativo nella rubrica della Sezione V del Capo dedicato alla società per azioni nel Libro V del codice civile, intitolata «Delle azioni e di altri strumenti finanziari

<sup>9</sup> Così M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 115.

<sup>10</sup> Così M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 116.

<sup>11</sup> A questo punto appare chiaro che gli strumenti finanziari partecipativi disciplinati dal codice civile non coincidono con quelli previsti dal T.U.F., individuati tassativamente nell'art. 1, comma 2 (i.e. valori mobiliari, quote di fondi comuni di investimento, strumenti del mercato monetario, strumenti finanziari derivati), la cui caratteristica comune è la negoziabilità su un mercato regolamentato. Sul punto si veda G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., p. 220, nt. 44, che evidenzia come gli Sfp costituiscano strumenti finanziari ai sensi del T.U.F. solo se le loro caratteristiche ne consentono la negoziabilità sui mercati; non lo sono, invece se, com'è possibile, lo statuto ne esclude la circolazione. Per un inquadramento sistematico degli strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, T.U.F. all'interno del mercato finanziario si veda G. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, in *Enciclopedia del diritto* (Aggiornamento V), Giuffrè, Milano, 2001, p. 744 e ss..

partecipativi».12

Essenziale ai fini del corretto inquadramento degli Sfp, di conseguenza, è comprendere il significato da attribuire al termine «partecipativi». A tal riguardo merita di essere segnalata la autorevole tesi secondo cui il carattere partecipativo di un qualsivoglia strumento finanziario andrebbe inteso preferibilmente in termini di partecipazione al contratto sociale: concetto quest'ultimo che indica la situazione di chi è titolare dei diritti che da tale contratto derivano, ossia di diritti che di norma caratterizzano le partecipazioni sociali, vuoi sul piano patrimoniale (e.g. diritto agli utili), vuoi su quello amministrativo (e.g. diritto di voto).13 È appena il caso di evidenziare che il tipo di partecipazione che caratterizza gli Sfp non

12 Sul punto si vedano: M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 82; nonché A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 927. Il punto, tuttavia, non è pacifico e non manca chi sostiene che sarebbe più corretto distinguere fra azioni da un lato e tutti gli altri strumenti finanziari emessi dalle S.p.A. dall'altro: questi ultimi, in particolare, darebbero vita al macro-insieme delle obbligazioni, inclusivo sia delle obbligazioni in senso stretto (di cui all'art. 2411 c.c.) che degli strumenti finanziari partecipativi (di cui all'art. 2346, comma 6, c.c.). Aderiscono a questa differente ricostruzione: G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 814; B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 8 e ss.. Ulteriormente diversa parrebbe, infine, la tesi patrocinata da G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., 534, secondo cui la fattispecie in esame darebbe vita ad una categoria residuale nella quale rientrerebbero tutti gli strumenti di finanziamento emessi dalle S.p.A. non altrimenti qualificati e disciplinati dalla legge.

13 Così M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 83. In senso analogo si vedano: A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella S.p.A.*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 133 e ss.; M. CIAN, *Sub art. 2346*, in E. GABRIELLI (diretto da), *Commentario del Codice Civile*, Utet, Torino, 2015, p. 897; L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, I, p. 179; A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 619; N. SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, p. 288. Il concetto di partecipazione, ad ogni modo, rappresenta un notevole *punctum dolens* in letteratura. Da un lato, infatti, si vedano *ex multis*: R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Utet, Torino, 2006, I, p. 727 e ss.; M. MANULI, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle S.p.A.: riflessioni critiche*, in *Le Società*, 2013, p. 1195, i quali sostengono che il carattere partecipativo di uno strumento finanziario vada sempre rintracciato nella titolarità di determinati diritti patrimoniali (e.g. diritto agli utili ovvero alla quota di liquidazione), tali da esporre i titolari di Sfp al rischio d'impresa *pari passu* con gli azionisti – il che fra l'altro incide sulla configurabilità di un diritto al rimborso come meglio *infra* specificato. Diversamente cfr.: A. D'ORSI, *Sub art. 2346*, in G. ALPA e V. MARICONDA (a cura di), in *Codice Civile Commentato*, Ipsoa, Milano, 2013, p. 308 e ss.; G. FERRI jr., *op. cit.*, p. 824; G. MUSCOLO, *Gli strumenti finanziari*, in O. CAGNASSO e L. PANZANI (diretto da), *Trattato delle nuove S.p.A.*, Zanichelli, Bologna, 2013, p. 175; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, 2004, p. 1094, secondo i quali il concetto di partecipazione piuttosto andrebbe riconnesso alla titolarità di determinati diritti amministrativi (e.g. diritto di nomina di un amministratore) afferenti all'organizzazione interna della società.

coincide né potrebbe coincidere con quello che contraddistingue le azioni. Laddove queste ultime, infatti, incorporano la partecipazione all'operazione societaria nella sua interezza, riflettendone le caratteristiche essenziali, che si esprimono nella titolarità di una situazione giuridica complessa quale è quella del socio, i primi non sono equiparabili alle azioni in termini di quantità della partecipazione alla vita societaria, come risulta evidente dal divieto di attribuzione del diritto di voto in via generalizzata.<sup>14</sup>

Ebbene, se si accoglie il suddetto orientamento dottrinario, è giocoforza concludere che la fattispecie in esame vada ascritta alla prima classe di strumenti (*i.e.* quelli *lato sensu* partecipativi), unitamente alle azioni che ne rappresenterebbero una diversa *species*, oltre che la figura tipica e paradigmatica. Alla opposta classe degli strumenti non partecipativi, invece, apparterebbero le obbligazioni ed altre figure tipiche come gli «strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società» di cui all'art. 2411, comma 3, c.c. e gli «strumenti finanziari di partecipazione all'affare» di cui all'art. 2447-ter c.c..<sup>15</sup> A conferma di ciò, d'altronde, si può dire che gli strumenti non partecipativi (*in primis* le obbligazioni), pur attribuendo parimenti diritti di natura patrimoniale (*e.g.* al rimborso del capitale versato) o amministrativa (*e.g.* di partecipazione e voto nell'assemblea degli obbligazionisti), si differenziano dalle figure poc'anzi individuate per il fatto che i suddetti diritti non possono considerarsi espressione di alcuna partecipazione al contratto sociale, quanto il semplice riflesso della qualità di creditori sociali dei loro titolari. Particolarmente arguta, in definitiva, mi pare l'osservazione che se si volesse cercare una valenza innovativa dell'art. 2346, comma 6, c.c., essa dovrebbe essere riconosciuta proprio nella possibilità di far

<sup>14</sup> Così A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, cit., *ibidem*.

<sup>15</sup> Sul punto si vedano M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 128, i quali in realtà fanno rientrare nel *genus* degli strumenti finanziari non partecipativi anche quelli atipici che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale (piuttosto che degli interessi) a parametri diversi dall'andamento economico della società, quali gli indici di borsa, i risultati di altre società, ecc. Con riguardo ai suddetti strumenti spontaneo sorge, dunque, il parallelismo con quelli tipici previsti dall'art. 2411, comma 3, c.c., con la conseguenza che agli stessi non deve ritenersi applicabile in via diretta, ma pur sempre in via analogica, la norma citata e con essa la disciplina generale delle obbligazioni.



partecipare al contratto sociale anche soggetti che non assumono la qualifica di soci.<sup>16</sup>

### 3. Neutralità causale, apporti dei sottoscrittori e rappresentazione contabile

Le conclusioni a cui si è giunti poc'anzi trovano conforto nell'analisi della causa giuridica dell'operazione sottostante l'emissione di Sfp. Essa, infatti, non coincide né con quella tipica delle azioni (*causa societatis*), né con quella tipica delle obbligazioni (mutuo), ma assume connotati differenti in funzione del contenuto che caratterizza in concreto gli strumenti di cui si discorre, onde parlare di neutralità causale pare la soluzione preferibile.<sup>17</sup> E così, la causa potrebbe consistere alternativamente: in un'operazione di finanziamento, con obbligo di rimborso a favore del sottoscrittore; in un'associazione in partecipazione; in una cointeressenza agli utili d'impresa senza partecipazione alle perdite; in un apporto atipico di capitale di rischio (quasi capitale o *dequity*), senza obbligo di rimborso; in qualsiasi ulteriore combinazione di cause tipiche o atipiche.<sup>18</sup>

Ben si comprende, dunque, l'essenzialità dell'apporto effettuato dai sottoscrittori

<sup>16</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* 165 (07-11-2017), reperibile sul sito <https://www.consigionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/165.aspx>; M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 84.

<sup>17</sup> In tal senso si vedano: Cons. Not. Milano, *Massima* 164 (07-11-2017), reperibile sul sito <https://www.consigionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/164.aspx>; M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 78; M.S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, Cedam, Padova, 2003, p. 215. Il punto, in realtà, è controverso e non manca chi riconduce l'operazione sottostante l'emissione di Sfp ad un'unica causa tipica o atipica: vuoi di mutuo (G. FERRI jr, *op. cit.*, p. 814; B. LIBONATI, *op. cit.*, *ibidem*; G. MIGNONE, *Sub art. 2346, comma 6*, in G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASCO e P. MONTALENTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Zanichelli, Bologna, 2004, 238; P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2009, I, 62), vuoi di associazione in partecipazione (F. GALGANO e R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 2006, p. 234), vuoi assimilabile – ancorché non coincidente – alla *causa societatis* (R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in P. ABBADESSA e G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Utet, Torino, 2006, p. 733; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.A.*, Ipsoa, Milano, 2004, p. 28 e ss.; M. MIOLA, *Conferimenti*, *cit.*, p. 267 e ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Sub art. 2346*, in G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Jovene, Napoli, 2004, I, p. 266).

<sup>18</sup> Cfr. M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, 80. In tal senso si esprime anche la più recente giurisprudenza di merito, e precisamente cfr. Tribunale di Napoli, Sez. Specializzata in materia d'impresa, 25 febbraio 2016, in *Notariato*, 2016, p. 268 e ss..

di strumenti finanziari partecipativi, che costituisce la cartina di tornasole del carattere normalmente sinallagmatico dell'operazione che è alla base della loro emissione. Verosimilmente, poi, trattandosi di apporti non imputati a capitale, pare ragionevole che agli stessi non si applichi la disciplina dettata dagli artt. 2342 e ss. c.c. in materia di conferimenti, volta a tutelare unicamente l'integrità e l'effettività del capitale, e non anche del patrimonio sociale. Da ciò derivano quattro conseguenze fondamentali: 1) l'apportabilità di qualsivoglia entità suscettibile di valutazione economica ex art. 1174 c.c., ivi comprese le prestazioni non conferibili o di dubbia conferibilità;<sup>19</sup> 2) la possibilità di differire come di anticipare la liberazione degli Sfp, che non deve necessariamente coincidere sotto il profilo temporale, neppure parzialmente, con la loro sottoscrizione (ipotesi fra l'altro fisiologica nei casi di apporto di opere e servizi) come, invece, è previsto per i conferimenti a capitale;<sup>20</sup> 3) l'utilizzabilità di qualsivoglia modalità di effettuazione dell'apporto, ivi comprese la compensazione legale e quella volontaria;<sup>21</sup> 4) la non necessarietà della perizia di stima ex art. 2343 c.c. ovvero della documentazione richiesta dall'art. 2343-ter c.c. in caso di procedimento alternativo di valutazione dei beni diversi dal denaro.<sup>22</sup>

Se la regola *in subiecta materia* si sostanzia nell'effettuazione di un apporto seguita dall'emissione di Sfp, non si deve però cadere nell'equivoco di ritenere imprescindibile tale requisito ai fini del perfezionamento della fattispecie, come si desume: a) dall'art. 2349, comma 2, c.c. che prevede espressamente la possibilità di emettere Sfp senza alcun apporto, in ipotesi di assegnazione degli stessi a favore

<sup>19</sup> Cfr. Cons. Not. Milano, *Massima* 165, cit., *ibidem*, ove si afferma coerentemente in motivazione che l'apporto può essere costituito, oltre che da opere o servizi, anche da obblighi di *non facere* (e.g. obbligo di non concorrenza), dal consenso all'uso del nome, e così via. Sotto questo profilo, per inciso, mi pare condivisibile quanto affermato da M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 74, nt. 60, i quali, sia pure in via dubitativa, non escludono l'apportabilità di cose future, altrui o generiche, la cui conferibilità è esclusa in quanto palesemente lesiva del principio di integrale liberazione del capitale di cui all'art. 2342, comma 3, c.c.

<sup>20</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* 165, cit., *ibidem*.

<sup>21</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* 165, cit., *ibidem*.

<sup>22</sup> Discorso a parte merita il peculiare caso in cui gli Sfp siano convertibili in azioni, in merito al quale si veda *infra* § 8.

dei prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate;<sup>23</sup> b) dalla facoltà, già sostenuta in dottrina,<sup>24</sup> e di recente ribadita dalla Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano,<sup>25</sup> ancorché non espressamente prevista dalla legge, di emettere Sfp a favore di tutti i soci, in proporzione al numero di azioni possedute, senza che venga effettuato alcun apporto dai sottoscrittori. È appena il caso di osservare che l'ipotesi *sub b)* rappresenta un'operazione economicamente neutra, non incidendo sulla ricchezza dei soci, ed implica piuttosto una mera riorganizzazione dei diritti già spettanti ai singoli azionisti, che vengono parzialmente scorporati dai titoli azionari per essere incorporati negli strumenti finanziari partecipativi. Nonostante sia auspicabile, quanto meno a fini tuzioristici, l'adozione della relativa delibera all'unanimità da parte dell'assemblea straordinaria, l'asserito carattere neutro dell'operazione *de qua* pare legittimare in realtà anche l'adozione a maggioranza della stessa, fermo il diritto di recesso di cui all'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c..

Strettamente connessa all'individuazione della causa e degli apporti sottostanti l'emissione di Sfp è la rappresentazione contabile dei secondi. Sotto questo profilo giova evidenziare che, stante l'ampia libertà della società emittente nel determinare gli elementi della fattispecie concreta, è a quest'ultima che l'interprete deve rivolgere la propria attenzione per comprendere quale sia la modalità più corretta di procedere all'appostamento in bilancio del relativo apporto.<sup>26</sup> Volendo

<sup>23</sup> Cfr. Cons. Not. Milano, *Massima* 165, cit., *ibidem*, ove si afferma che in tale ipotesi la causa che è alla base dell'emissione degli Sfp consiste nell'interesse della società emittente a promuovere forme di partecipazione, in senso lato, dei lavoratori. Il che risulta perfettamente coerente con la finalità cui pare orientato l'art. 2349 c.c., ossia tutelare il diritto dei lavoratori «di collaborare [...] alla gestione delle aziende», di cui all'art. 46 Cost. Sotto diverso profilo, poi, appare evidente che gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2349, comma 2, c.c. appartengano al *genus* degli Sfp, come risulta chiaro dal tenore letterale della norma citata che ricalca a grandi linee l'art. 2346, comma 6, c.c., come evidenziato *ex multis* da A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO e SANTORO V., *Manuale di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2013, p. 291.

<sup>24</sup> M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 75.

<sup>25</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* 165, cit., *ibidem*.

<sup>26</sup> M. BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Il nuovo diritto societario*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Utet, Torino, 2007, p. 191. Sul punto si vedano altresì M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 110, i quali asseriscono che «risulterebbe velleitario stabilire *a priori* quale sia la rappresentazione contabile dell'operazione da parte della società emittente, dovendosi prima verificare come sono stati combinati tra loro i diversi elementi». Ovviamente di diverso avviso sono gli autori che

concentrare la presente indagine sulle modalità di contabilizzazione degli apporti in seno allo stato patrimoniale del bilancio,<sup>27</sup> pare corretto affermare che tre siano i fattori maggiormente incisivi a tal riguardo: 1) la presenza o meno, a carico della società, di un obbligo di rimborso dell'apporto o del suo valore; 2) il momento temporale in cui viene eseguito l'apporto; 3) la stessa iscrivibilità dell'apporto nello stato patrimoniale.<sup>28</sup>

Quanto al primo profilo, appare evidente che sia proprio la diversa qualificazione causale dell'operazione a condurre ad una differente rappresentazione contabile.<sup>29</sup> Qualora, infatti, lo strumento partecipativo sia assistito dall'obbligo di rimborso a favore dei sottoscrittori (e, dunque, presenti causa di finanziamento), a fronte dell'iscrizione nell'attivo dello stato patrimoniale dell'apporto (come meglio *infra* illustrata), lo stesso andrebbe iscritto per pari importo nel passivo reale, fra i debiti della società. Viceversa, qualora l'Sfp non sia assistito da alcun obbligo di rimborso (e, dunque, sia assimilabile sotto il profilo causale alla provvista di capitale di rischio), ferma la sua iscrizione nell'attivo dello stato patrimoniale, pare corretto procedere altresì al suo appostamento nel passivo ideale (*rectius* nel patrimonio netto contabile), in un'apposita riserva.<sup>30</sup> Quest'ultima, poi, ritengo che non possa

---

ritengono che la causa dell'operazione sottostante l'emissione di Sfp sia unitaria, facendone derivare di conseguenza anche un'unica rappresentazione contabile, vuoi in termini di debito (*i.e.* passivo reale), vuoi in termini di riserva (*i.e.* passivo ideale).

<sup>27</sup> Quanto alla evidenziazione degli apporti nel conto economico si rimanda a M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 114 ss..

<sup>28</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* 164, cit., *ibidem*.

<sup>29</sup> È appena il caso di segnalare che la diversa qualificazione causale dell'operazione non incide unicamente sulla rappresentazione contabile dell'apporto, ma anche sull'applicabilità agli Sfp del limite quantitativo all'emissione di strumenti obbligazionari di cui all'art. 2412 c.c. Tale norma, infatti, pur essendo implicitamente richiamata dall'art. 2411, comma 3, c.c. che la rende direttamente applicabile alle sole para-obbligazioni, può considerarsi applicabile anche agli strumenti finanziari partecipativi con obbligo di rimborso (*rectius* aventi causa di finanziamento), sia pure in via analogica. In tal senso cfr. M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 132 e ss..

<sup>30</sup> N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2010, IV, p. 338; M. BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in P. ABBADESSA e G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Utet, Torino, 2007, p. 727; G. D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, in *Notariato*, 2016, p. 275; ID., *Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d'impresa*, in *Il dir. fallim.*, 2017, p. 332 e ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*; Giuffrè, Milano, 2010, p. 169 e ss.; M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, p. 490; G. MUSCOLO, *op.cit.*, *ibidem*; M.

considerarsi automaticamente targata a favore dei titolari di Sfp, salvo ammetterne la personalizzazione al ricorrere di due condizioni indefettibili: *in primis* la presenza in statuto di un'apposita clausola legittimante la targatura, tale da garantire il rispetto dell'art. 2346, comma 6, c.c.; in secondo luogo, un espresso accordo di targatura fra società e titolare di Sfp, accessorio al negozio di sottoscrizione.<sup>31</sup>

Con riguardo al momento di esecuzione dell'apporto, poi, esso incide sulla contabilizzazione di quest'ultimo essenzialmente in seno all'attivo dello stato patrimoniale, e così: se la prestazione è già stata eseguita o viene eseguita contestualmente alla sottoscrizione, l'apporto deve essere iscritto, a seconda che si tratti di denaro, beni in natura o crediti, nella rispettiva voce di appartenenza; se, invece, la prestazione viene soltanto promessa e non è eseguita contestualmente, pare opportuno iscriverla quale credito della società verso i sottoscrittori.<sup>32</sup>

Quanto, infine, al terzo punto, è appena il caso di segnalare che le osservazioni fin qui compiute in tanto possono dirsi valide in quanto si riferiscano ad apporti suscettibili di iscrizione in bilancio. Al contrario, qualora sia impossibile procedere alla contabilizzazione degli stessi, vuoi perché assenti, vuoi perché è la loro natura ad impedirlo (come nel caso in cui consistano in opere o servizi ovvero in prestazioni di *non facere*), è giocoforza concludere che l'emissione di Sfp in tal caso risulterà priva di immediati riflessi contabili.<sup>33</sup>

---

NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 111; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Sub art. 2346, cit.*, p. 264. *Contra cfr. ex multis* G. MIGNONE, *Sub art. 2346, comma 6, cit.*, *ibidem*.

<sup>31</sup> *Contra* M.S. SPOLIDORO, *Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2017, I, p. 23, il quale esclude la necessarietà di una puntuale previsione statutaria, affermando segnatamente che «prevalgono le ragioni per ritenere che il potere di deliberare l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi comprende anche quello di stabilire specifici limiti a beneficio dei sottoscrittori in ordine all'utilizzazione delle riserve che vengano costituite grazie ai loro apporti»; per l'Autore, in sostanza, ai fini della personalizzazione della riserva *de qua* sarebbe sufficiente un espresso accordo di targatura fra società e sottoscrittore. Quanto, poi, alle conseguenze derivanti dall'eventuale targatura di una riserva, specie in ordine alla sua disponibilità in sede di liquidazione della società e di copertura delle perdite, si rimanda a M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, in M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO, F. GUERRERA e A. SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum P. Abbadessa, Utet, Torino, 2014, II, p. 1323 e ss..

<sup>32</sup> In tal senso cfr. M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, 111.

<sup>33</sup> Cfr. Cons. Not. Milano, *Massima* 164, *cit.*, *ibidem*.

#### 4. Il procedimento di emissione degli Sfp: le competenze dell'assemblea straordinaria e dell'organo amministrativo e l'opportunità di un'adeguata pubblicità

Prima di procedere alla trattazione dello spinoso tema dei diritti spettanti ai titolari di Sfp, pare opportuno analizzare in via generale il procedimento che conduce alla loro emissione.

Orbene, esaminando il tenore letterale dell'art. 2346, comma 6, secondo periodo, c.c., appare immediatamente evidente che perché si possa addivenire alla decisione di emettere Sfp, la suddetta circostanza debba essere previamente legittimata da un'apposita previsione statutaria. Quest'ultima, in particolare, può tanto risultare dal corpo dello statuto quanto da un regolamento allegato allo stesso che ne costituisce parte integrante (come di sovente avviene nella prassi)<sup>34</sup> e deve contenere «le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione». Coerentemente con il carattere partecipativo degli strumenti *de quibus*, pertanto, il legislatore individua quale *sedes materiae* privilegiata della loro disciplina proprio lo statuto (*rectius* il contratto sociale) e così facendo delimita in maniera univoca la competenza a prevederne l'emissibilità che, sostanziandosi *durante societate* in una modifica statutaria, spetta inderogabilmente all'assemblea straordinaria ex art. 2365, comma 1, c.c..

Sotto questo profilo, e precisamente con riguardo al contenuto degli Sfp, pare dunque rinvenibile nel dato normativo un principio, che si potrebbe definire di sufficiente determinatezza statutaria, che da un lato rende di fatto *inutiliter data* (ancorchè non illecita) la clausola statutaria meramente riproduttiva del tenore letterale dell'art. 2346, comma 6, c.c.,<sup>35</sup> e dall'altro comporta la nullità, per contrarietà a norma imperativa, tanto della clausola contenente la delega a prevedere l'emissibilità di Sfp, quanto di quella contenente la delega «in bianco» a deciderne

<sup>34</sup> M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 130, nt. 210, a giudizio dei quali il ricorso ad un regolamento costituirebbe anzi una tecnica redazionale consigliabile, soprattutto in caso di pluralità di categorie di Sfp, al fine di evitare un eccessivo appesantimento del corpo dello statuto.

<sup>35</sup> M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 130.

l'emissione.<sup>36</sup> Si badi bene, pertanto, che laddove venga delegato il potere di prevedere in astratto l'emissione di Sfp (competenza all'emissibilità) la relativa clausola non potrà mai considerarsi lecita. Viceversa, qualora tramite modifica statutaria si intenda delegare il potere di decidere in concreto l'emissione di Sfp (competenza all'emissione), non pare possa escludersi *a priori* la validità della relativa clausola, salvo che in ipotesi di delega «in bianco», la quale si tradurrebbe in un'illegittima violazione della *ratio legis* accolta in materia.

Da quanto affermato emerge chiaramente che l'esercizio della competenza all'emissibilità di Sfp non può prescindere dalla puntuale predeterminazione statutaria del sacrificio massimo patibile dagli azionisti in termini di diluizione complessiva dei loro diritti. Quest'ultimo, invero, potrà essere calcolato con buona approssimazione solo ove risultino prefissati quantomeno:<sup>37</sup> a) il novero dei diritti astrattamente attribuibili ai titolari di Sfp; b) la tipologia di apporto (*i.e.* denaro, beni in natura, ecc.) a fronte del quale i medesimi possono essere emessi; c) la loro natura seriale o singolare;<sup>38</sup> d) la loro incorporazione o meno in titoli di credito; e) il numero massimo di Sfp emissibili. Entro il perimetro opportunamente tracciato dall'autonomia statutaria, ordunque, sembra corretto ritenere che la competenza a decidere l'emissione – che da un lato si sostanzia in un'attività di natura esecutivo-gestionale perciò tanto destinata all'organo amministrativo, e che dall'altro è pur sempre riconducibile al disposto dell'art. 2346, comma 6, c.c. che la lega indissolubilmente alla determinazione dell'assemblea straordinaria – risulti oggetto in realtà della competenza concorrente dei due organi sociali.<sup>39</sup>

<sup>36</sup> A. LOLLI, Sub art. 2346, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, Cedam, 2005, I, p. 201.

<sup>37</sup> In tal senso cfr. Cons. Not. Milano, *Massima* 163 (07-11-2017), reperibile sul sito <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/163.aspx>; M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 136.

<sup>38</sup> Trattasi di specificazione particolarmente rilevante, poiché la stessa incide direttamente sull'applicabilità agli Sfp della disciplina sulle assemblee speciali di cui all'art. 2376 c.c., essendo quest'ultima destinata a trovare applicazione solo in ipotesi di strumenti standardizzati e, dunque, costituenti una apposita categoria. Viceversa, qualora gli Sfp (o l'unico Sfp emesso) risultino privi del suddetto carattere, le modificazioni statutarie pregiudizievoli dei diritti dei loro titolari necessiteranno ai fini dell'efficacia non già dell'approvazione della maggioranza (di una inesistente categoria), ma del consenso *uti singuli* dei portatori.

<sup>39</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* 163, *cit.*, *ibidem*. *Contra* ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, Mulino, Bologna, 2004, p. 132; F. MAGLIULO, *op. cit.*, p. 24 e ss..

Ovviamente a tale conclusione deve giungersi ove lo statuto nulla preveda specificamente al riguardo, laddove non pare possa negarsi che l'assemblea straordinaria preveda un'apposita riserva di competenza vuoi nei propri riguardi, vuoi a favore dell'organo gestorio.

Discorso differente merita l'attività conseguente alla decisione di emettere Sfp (competenza all'esecuzione dell'emissione), che si articola in tre fasi fondamentali, ossia: 1) la concreta offerta degli strumenti in questione a soggetti determinati; 2) la raccolta delle sottoscrizioni di questi ultimi; 3) la consegna degli Sfp ai sottoscrittori. Quest'attività di carattere squisitamente esecutivo all'evidenza compete unicamente all'organo amministrativo, in maniera non dissimile da quanto avviene *mutatis mutandis* in sede di aumento reale del capitale sociale.

Infine, a differenza di quanto prevede l'art. 2444 c.c. con riguardo all'operazione sul capitale da ultimo menzionata, si segnala che nessuna norma espressamente sottopone la delibera di emissione né la conseguente attività esecutiva ad un sistema di pubblicità legale, sicché sia i soci che i terzi potrebbero trovarsi nella pregiudizievole situazione di ignorare del tutto il numero di strumenti finanziari partecipativi effettivamente emessi dalla società in un dato momento. A tal riguardo, a ben vedere, aderendo alla soluzione operativa proposta dalla Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano,<sup>40</sup> per colmare il *gap* normativo si potrebbe procedere semplicemente alla redazione di clausole statutarie che impongano l'evidenziazione in statuto del numero e delle caratteristiche principali degli Sfp emessi, onde obbligare l'organo amministrativo al suo costante aggiornamento.

## **5. Il variegato insieme di diritti attribuibili ai titolari di Sfp. I principali diritti patrimoniali**

Delineato nella sua essenza il procedimento di emissione, resta da comprendere quali siano i diritti attribuibili ai titolari di Sfp, tenendo conto che l'art. 2346, comma 6, primo periodo, c.c. si limita a parlare di «strumenti finanziari forniti di diritti

<sup>40</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* 163, cit., *ibidem*.



patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti».

*Ictu oculi*, dunque, non può negarsi che gli Sfp da un lato debbano essere sempre assistiti da diritti di natura patrimoniale, sia per l'inequivoco tenore letterale della norma, sia per la connotazione economico-patrimoniale delle forme di partecipazione alla società e degli strumenti finanziari da essa emessi, sia infine per la difficoltà di spiegare altrimenti la tenuta causale di un negozio in virtù del quale un soggetto effettua un apporto senza conseguire alcun diritto patrimoniale.<sup>41</sup> Ferma la necessità del suddetto requisito, d'altra parte, affinché possa parlarsi di strumenti finanziari partecipativi deve ritenersi parimenti essenziale, come *supra* evidenziato, che almeno uno dei diritti attribuiti presenti natura partecipativa. Ciò può verificarsi essenzialmente in tre ipotesi:<sup>42</sup> 1) solo i diritti patrimoniali, o alcuni di essi, presentano natura partecipativa (e.g. il diritto agli utili), mentre i diritti amministrativi, se presenti, afferiscono all'organizzazione di gruppo dei titolari degli Sfp senza incidere direttamente sulla dimensione gestionale della società; 2) solo i diritti amministrativi, o alcuni di essi, hanno natura partecipativa (e.g. il diritto di nomina di un amministratore o di impugnazione delle deliberazioni assembleari), a differenza dei diritti patrimoniali pur presenti; 3) sia i diritti patrimoniali che i diritti amministrativi, o solo alcuni degli uni e degli altri, hanno natura partecipativa.

Se quanto affermato può considerarsi valido, rappresentando il logico corollario dell'asserita neutralità causale dell'operazione sottostante l'emissione di Sfp, a giudizio di chi scrive, dunque, il reale nodo da sciogliere non risiede nella determinazione di categorie di diritti (patrimoniali o amministrativi, partecipativi o non partecipativi) da ritenere astrattamente attribuibili. Piuttosto, il compito dell'interprete dovrebbe essere quello di valutare se specifici diritti, *a priori* idonei, risultino anche in concreto attribuibili, tenendo conto della peculiare posizione dei

<sup>41</sup> Così M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 86, nt. 86; M.S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, I, 214. *Contra* B. LIBONATI, *op. cit.*, p. 3, nt. 5.

<sup>42</sup> Così M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 85.

portatori di Sfp, ossia di soggetti che, pur collocandosi al di fuori della «cittadella dei soci»,<sup>43</sup> in qualche modo partecipano, ed anzi debbono partecipare, al contratto sociale.

Cominciando, quindi, per ragioni di pura convenienza espositiva dall'analisi dei principali diritti di natura patrimoniale, è anzitutto da ritenersi ammissibile tanto l'attribuzione del diritto al rimborso dell'apporto effettuato quanto quello alla remunerazione (*rectius* alla corresponsione di interessi fissi o variabili).<sup>44</sup> Questi ultimi, a ben vedere, rappresentano tipici diritti patrimoniali di natura non partecipativa e, quindi, necessitano di essere affiancati quanto meno da un diverso diritto sociale, non importa se patrimoniale (e.g. diritto agli utili) o amministrativo (e.g. il diritto di nomina di un amministratore).<sup>45</sup> Viceversa, non penso possa parlarsi propriamente di diritto al rimborso, come pure è stato autorevolmente sostenuto,<sup>46</sup> allorquando venga semplicemente riconosciuto un diritto di restituzione in sede di liquidazione della società, economicamente oltre che giuridicamente subordinato alla duplice condizione della soddisfazione dei

<sup>43</sup> Così M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 90.

<sup>44</sup> In tal senso si vedano: N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 342; A. BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, p. 298; A. BARTOLACELLI, *op. cit.*, 2, p. 41 e ss.; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006, p. 29, nt. 60; G. FERRI jr., *op. cit.*, p. 825; F. GALGANO e R. GENGHINI, *op. cit.*, *ibidem*; M. LIBERTINI, A. MIRONE e P.M. SANFILIPPO, Sub art. 2346, in F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Piccin, Padova, 2010, p. 231; B. LIBONATI, *op. cit.*, 3; G. MIGNONE, Sub art. 2346, comma 6, cit., *ibidem*; M. MIOLA, *Gli strumenti*, cit., 457; M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, p. 549; M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 87 e ss.; M.S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in M. RESCIGNO e A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 214; A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, p. 265. Ovviamente chi ritiene al contrario che gli Sfp risultino contraddistinti sotto il profilo tipologico dalla partecipazione al rischio d'impresa giunge alla opposta conclusione che non è configurabile alcun diritto al rimborso dell'apporto effettuato: N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 26; R. COSTI, *op. cit.*, p. 733; M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, p. 361; L. ENRIQUES, *op. cit.*, p. 178 e ss.; F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle società per azioni*, Margiacchi-Galeno, Perugia, 2010, p. 152, nt. 445; M. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 534; M. MANULI, *op. cit.*, p. 1199 e ss.; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, cit., p. 5; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 139 e ss.; A. ZANONI, Sub art. 2346, in G. FAUCEGLIA e G. SCHIANO DI PEPE (diretto da), *Codice commentato delle S.p.A.*, Utet, Torino, 2006, p. 163 ss..

<sup>45</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* 164, cit., *ibidem*.

<sup>46</sup> M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 92.

creditori sociali e del rimborso del valore nominale delle partecipazioni sociali: il che avviene ordinariamente quando, ricorrendone i presupposti, la riserva costituita grazie agli apporti dei titolari di Sfp risulti targata in loro favore. D'altra parte, proprio la circostanza che in tale ipotesi l'apporto debba essere iscritto nel passivo ideale piuttosto che in quello reale rappresenta la cartina di tornasole del carattere anomalo del rimborso *de quo*, che presenta natura partecipativa e dà vita alla provvista di *dequity* piuttosto che di capitale di debito.<sup>47</sup> Infine, per chiudere il novero dei diritti patrimoniali attribuibili, *sub specie* di quelli partecipativi, può dirsi pressoché pacifico che fra questi ultimi rientrano sia il diritto agli utili che quello alla distribuzione delle riserve.<sup>48</sup>

## 6. Segue. Il diritto di voto e le contrastanti posizioni del Consiglio Notarile di Milano e del Comitato Triveneto

Passando all'analisi dei fondamentali diritti amministrativi spettanti ai titolari di Sfp, sicuramente particolare attenzione merita il diritto di voto, la cui disciplina è ricavabile dal combinato disposto degli artt. 2346, comma 6, c.c. e 2351, comma 5, c.c., norme che hanno destato non poche perplessità in sede di esegesi: da un lato, infatti, la prima esclude la possibilità per gli Sfp di attribuire il diritto di voto «nell'assemblea generale degli azionisti», e dall'altro la seconda consente di riconoscere ai suoi titolari il diritto *de quo* solo «su argomenti specificamente indicati». Il tenore letterale delle disposizioni in commento, pertanto, lascia adito a molteplici interpretazioni cui corrispondono forse altrettanti orientamenti dottrinali, riconducibili a due filoni principali, entrambi autorevolmente patrocinati ed avallati da massime notarili *ad hoc*.

E così, da un lato vi è chi ha risolto questa apparente aporia sostenendo che: *in primis* i possessori di strumenti finanziari partecipativi non possono concorrere all'approvazione delle deliberazioni di competenza dell'assemblea generale

<sup>47</sup> In tal senso depone anche Cons. Not. Milano, *Massima* 164, cit., *ibidem*.

<sup>48</sup> Sul punto si vedano *ex multis*: A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Le Società*, p. 1195; Cons. Not. Milano, *Massima* 164, cit., *ibidem*; F. INNOCENTI, *op. cit.*, p. 153 e ss.; A. LOLLI, *op. cit.*, *ibidem*; F. MAGLIULO, *op. cit.*, 51; M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 88 e ss. *Contra* si veda G. FERRI jr., *op. cit.*, p. 817.

(ordinaria o straordinaria) dei soci; *in secundis*, ove agli stessi sia riconosciuto il diritto di voto su specifici argomenti, quest'ultimo di conseguenza deve essere espresso nell'ambito di uno proprio specifico contesto,<sup>49</sup> ossia tendenzialmente all'interno di un'assemblea speciale ex art. 2376 c.c..<sup>50</sup> Non è escluso, fra l'altro, che lo specifico contesto di cui si discorre non presenti natura assembleare, vuoi perchè sia stato emesso un unico Sfp, vuoi perchè si tratti di Sfp non standardizzati e, pertanto, non suscettibili di costituire una categoria ai sensi e per gli effetti della norma suindicata,<sup>51</sup> vuoi infine perché sia statutariamente previsto che i titolari di Sfp esprimano la loro volontà in forma extra-assembleare all'unanimità.<sup>52</sup>

D'altro canto, come *supra* anticipato, a conclusioni radicalmente diverse è giunta altra parte della dottrina, secondo la quale l'ultimo comma dell'art. 2346 c.c., più modestamente vieterebbe di riconoscere ai titolari di Sfp il diritto di voto «generale», ossia esteso a qualsiasi materia, e non anche quello di esercitare nell'assemblea generale degli azionisti il diritto di voto «speciale», cioè su specifici argomenti.<sup>53</sup>

A giudizio di chi scrive è senz'altro da preferirsi la prima tesi essenzialmente per tre ordini di ragioni: 1) per il chiaro tenore letterale dell'art. 2346, comma 6, c.c., che espressamente esclude il «voto nell'assemblea generale degli azionisti»; 2) perché

<sup>49</sup> Così A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 928.

<sup>50</sup> In tal senso si veda Cons. Not. Milano, *Massima* 167 (07-11-2017), reperibile sul sito <https://www.consigionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/167.aspx>; nonché in dottrina: N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 342; A. BARTALENA, *op. cit.*, p. 298; F. GALGANO e R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 2006, p. 251; M. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 532; B. LIBONATI, *op. cit.*, p. 14 e ss.; M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 87; V. SANTORO, *Sub art. 2351*, in M. SANDULLI e V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, ed. Giappichelli, Torino, 2003, I, p. 152; STAGNO D'ALCONTRES, *Sub art. 2351*, in G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Jovene, Napoli, 2004, I, p. 313; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, cit., 8.

<sup>51</sup> Così A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, cit., *ibidem*.

<sup>52</sup> È appena il caso di osservare, come correttamente segnalato da Cons. Not. Milano, *Massima* 167, cit. *ibidem*, che la possibilità di derogare nello statuto alla disciplina delle assemblee speciali risulta legittima solo se ed in quanto non ricorrano i presupposti di cui all'art. 2376 c.c. (*i.e.* delibera dell'assemblea generale dei soci che pregiudica i diritti degli Sfp): in tale ultimo caso, infatti, ragioni di tutela dei titolari di Sfp rendono inderogabile il ricorso al metodo assembleare.

<sup>53</sup> In tal senso si veda: Comitato Triveneto dei Notai, *Orientamento H.J.1*, reperibile sul sito [http://www.notaitriveneto.it/file/massime/41/1316098658\\_orientamenti\\_societari2011.pdf](http://www.notaitriveneto.it/file/massime/41/1316098658_orientamenti_societari2011.pdf); nonché in dottrina: F. MAGLIULO, *op. cit.*, p. 27 e ss.; M. DE ACUTIS, *op. cit.*, p. 361; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, cit., 100.

questa ricostruzione garantisce maggiormente che l'assemblea generale dei soci continui a costituire la sede elettiva di scelte imputabili esclusivamente ai titolari di azioni; 3) perché in caso contrario non si comprenderebbe a pieno l'utilità dell'art. 1 comma 381 della l. n.266/2005, nella parte in cui *apertis verbis* consente alle società azionarie in cui lo Stato detiene una partecipazione rilevante di emettere Sfp «muniti di diritti di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria».

È appena il caso di osservare, comunque, che l'adesione alla prima tesi piuttosto che alla seconda non è priva di riflessi sul piano effettuale. È evidente, infatti, *in primis* che secondo l'orientamento qui ritenuto preferibile la delibera dell'assemblea generale afferente ad una delle materie su cui è riconosciuto il diritto di voto agli Sfp non risulta immediatamente efficace, ma lo diviene soltanto a fronte della delibera favorevole dell'assemblea speciale di categoria o, comunque, del consenso unanime extra-assembleare dei titolari di Sfp. Nulla vieta a mio avviso, per inciso, che il suddetto consenso risulti già essere manifestato al momento dell'adozione della delibera dell'assemblea generale, ben potendosi considerare la stessa immediatamente efficace o, comunque, non più sottoposta alla detta *condicio iuris*.<sup>54</sup> Sotto diverso profilo, inoltre, è altrettanto palese, se si accoglie la prima tesi prospettata, che ai fini della costituzione dell'assemblea in forma totalitaria a nulla osti l'assenza dei titolari di Sfp, contrariamente a quanto sostenuto dai fautori dell'opposto orientamento.<sup>55</sup>

Questione controversa, poi, è quella relativa alla determinazione del concetto di «argomenti specificamente indicati» e, quindi, dello stesso perimetro del diritto di voto attribuibile agli strumenti finanziari partecipativi. La dottrina a questo

<sup>54</sup> Tale conclusione, d'altronde, non è dissimile da quella cui la dottrina maggioritaria è giunta con riguardo alla distinta, ancorché affine, questione della collocazione temporale dell'approvazione ex art. 2376 c.c. della delibera dell'assemblea generale lesiva dei diritti di categoria ad opera dell'assemblea speciale, e precisamente cfr.: C.A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in E. PICOZZA e E. GABRIELLI (diretto da), *Trattato di diritto dell'economia*, Cedam, Padova, 2008, p. 116; C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Utet, Torino, 1993, p. 561; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960, p. 291; R. NOBILI e P. VITALE, *La riforma della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1975, p. 462.

<sup>55</sup> Cfr. Comitato Triveneto dei Notai, *Orientamento H.J.2*, reperibile sul sito [http://www.notaitriveneto.it/file/massime/41/1316098658\\_orientamenti\\_societari2011.pdf](http://www.notaitriveneto.it/file/massime/41/1316098658_orientamenti_societari2011.pdf).

proposito suole distinguere fra limiti quantitativi e qualitativi al voto degli Sfp, e in particolare: i primi si ravvisano nell'assenza di un'espressa predeterminazione statutaria della materia su cui esercitare il diritto di voto;<sup>56</sup> i secondi attengono alle materie sulle quali non è configurabile neppure *a priori* l'attribuzione del diritto *de quo*, quali l'approvazione del bilancio,<sup>57</sup> la nomina delle cariche sociali,<sup>58</sup> l'autorizzazione al compimento di atti gestori ex art. 2364, comma 1, n.5, c.c.<sup>59</sup> e le attività di natura gestoria riservate all'organo amministrativo.<sup>60</sup>

A conferma della particolare struttura che caratterizza il diritto di voto attribuito agli Sfp, e *a fortiori* aderendo alla summenzionata tesi che individua la sua naturale *sedes materiae* in un'assemblea speciale ovvero in un contesto extra-assembleare, vi è chi ha sostenuto legittimamente che esso non sarebbe qualificabile propriamente in termini di diritto di voto.<sup>61</sup> Ciò fondamentalmente in quanto l'essenza del voto andrebbe rinvenuta nella possibilità di concorrere alla formazione della volontà sociale attraverso la partecipazione alle deliberazioni di competenza dell'assemblea generale dei soci:<sup>62</sup> ne conseguirebbe la sostanziale estraneità della disciplina del voto degli Sfp a quella del voto delle azioni.

A giudizio di chi scrive, in realtà – specie se si riconosce al voto degli Sfp efficacia propriamente «deliberativa» e non solo «consultiva», come pure è stato autorevolmente sostenuto<sup>63</sup> – pare più corretto ritenere che esso comunque incida, sia pure con un proprio peso specifico inferiore al voto delle azioni e pur dal di fuori

<sup>56</sup> N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 343; M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 99 e ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 1298; M. CIAN, *Strumenti finanziari*, cit., p. 67 e ss.; M. MIOLA, *Conferimenti*, cit., p. 284.

<sup>57</sup> G. FERRI jr., *op. cit.*, p. 813.

<sup>58</sup> L. ENRIQUES, *op. cit.*, p. 181; N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 344; M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 99 ss.; M. CIAN, *Strumenti finanziari*, cit., p. 82.

<sup>59</sup> N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., *ibidem*; B. LIBONATI, *op. cit.*, p. 19; M. CIAN, *Strumenti finanziari*, cit., p. 64; M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, *ibidem*; A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, p.265.

<sup>60</sup> Sul punto si vedano: N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 343; B. LIBONATI, *op. cit.*, *ibidem*, i quali sottolineano che in caso contrario si violerebbe la competenza esclusiva degli amministratori nella gestione della società ex art. 2380-bis c.c. *Contra* si veda F. DIMUNDO, *Sub art. 2346*, in G. LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, ed. Giuffrè, Milano, 2003, p. 12.

<sup>61</sup> Così M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 96.

<sup>62</sup> M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, *ibidem*.

<sup>63</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari*, cit., p. 63 e ss..

dell'assemblea generale, sulla formazione della volontà sociale.<sup>64</sup> A conferma della genuinità della suddetta tesi, d'altronde, si pone la considerazione che l'introduzione di questa peculiare fattispecie nel nostro ordinamento avrebbe concorso a cagionare un *vulnus* al paradigma *one share, one vote* e precisamente ne avrebbe modificato il corollario fondamentale secondo cui il voto nelle assemblee sociali (anche speciali) spetta esclusivamente ai titolari di diritti su azioni.<sup>65</sup>

### **7. Segue. Il diritto di nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco ex art. 2351, comma 5, c.c.**

Fra i diritti amministrativi attribuibili ai titolari di Sfp – non fosse altro per essere l'unico ulteriore diritto *in subiecta materia* espressamente menzionato nel codice civile (art. 2351, comma 5, c.c.) oltre a quello di voto – merita di essere segnalato il diritto di nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Due probabilmente sono le questioni

<sup>64</sup> Sul punto si segnala G. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, ed. Giappichelli, Torino, 2011, 2, nt. 2, il quale sottolinea d'altronde che «la capacità dei possessori di ibridi di condizionare con il loro voto l'approvazione delle delibere assembleari resta ferma qualunque sia l'opinione accolta».

<sup>65</sup> Così A. BUSANI e M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma "si pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le Società*, 2014, X, p. 1050. Nello stesso senso si vedano: G. LA SALA, *op. cit.*, p. 1 e ss.; M. SAGLIOCCA, *op. cit.*, p. 924. Sotto il profilo testé evidenziato, fra l'altro, palese è l'affinità funzionale che intercorre fra gli strumenti finanziari partecipativi e le categorie speciali di azioni a voto non proporzionale (e.g. azioni senza voto, con voto limitato o condizionato, con voto plurimo, ecc.). Altrettanto palese, tuttavia, è che sia il tipo (*rectius* la qualità) che la misura (*rectius* la quantità) della deroga apportata al principio di proporzionalità non coincidono: quanto agli Sfp, infatti, è la regola «nessun voto senza azioni» ad essere sacrificata e si tratta pur sempre di una deviazione dalla disciplina legale del diritto di voto di modesta portata, in quanto perimetrata ai soli argomenti specificamente indicati dallo statuto; quanto alle categorie speciali di azioni a voto non proporzionale, invece, ad essere sacrificati sono alternativamente il corollario «nessuna azione senza voto» ovvero «una azione, un voto soltanto» e all'autonomia privata sono riconosciuti poteri molto più incisivi che si spingono fino alla totale soppressione del diritto di voto, non assistita da alcun privilegio patrimoniale in compensazione. È appena il caso di osservare, infine, che gli strumenti finanziari partecipativi costituiscono (come *supra* anticipato) il precipitato normativo della volontà del legislatore di valorizzare l'autonomia privata in ambito societario e di ampliare i mezzi di raccolta del capitale di rischio delle S.p.A., collocandosi pertanto anche sotto questo profilo in una posizione analoga a quella delle azioni speciali, sotto questo profilo non soltanto a voto non proporzionale, ma *lato sensu* intese.

principali sotto il profilo operativo collegate al suddetto diritto, ossia il procedimento di nomina dei consiglieri indipendenti e/o dei sindaci da un lato ed il numero massimo in cui questi ultimi possono essere designati dall'altro.

La prima questione a ben vedere riguarda più specificamente il rapporto tra la nomina effettuata dai titolari di Sfp (in forma assembleare o extra assembleare) e la deliberazione dell'assemblea generale degli azionisti avente ad oggetto la nomina dei restanti componenti dei rispettivi organi sociali. La problematicità è legata essenzialmente alla circostanza che di norma competerebbe esclusivamente all'assemblea generale dei soci la nomina dei componenti degli altri organi sociali, laddove la disposizione in commento, pur rinviando quanto alle concrete modalità alla determinazione statutaria, pare derogare espressamente alla suddetta regola. Ebbene, come di recente sottolineato anche dal Consiglio Notarile di Milano,<sup>66</sup> si può ritenere che almeno quattro diversi tipi di procedimento siano configurabili sul piano astratto: 1) *nomina diretta da parte dell'assemblea dei titolari di Sfp, con quorum liberamente definiti, destinata ad assumere efficacia al momento dell'accettazione della carica, con sua diretta pubblicità nel registro delle imprese;* 2) *designazione, da parte dell'assemblea dei titolari di Sfp, di soggetto che l'assemblea degli azionisti nominerà nella carica;* 3) *nomina da parte dell'assemblea degli azionisti subordinata nell'efficacia all'approvazione da parte dell'assemblea dei titolari di Sfp;* 4) *nomina diretta o designazione per la nomina o approvazione di nomina, come nei punti che precedono, da effettuarsi dai titolari di Sfp con modalità non collegiali di formazione della loro decisione (e.g. consenso espresso per iscritto, consultazione scritta, ecc.). A giudizio di chi scrive, inoltre, qualora lo statuto non contenga l'indicazione di una delle predette modalità, pare verosimile che la nomina dei consiglieri indipendenti e/o dei sindaci risulti efficace fin dal momento dell'accettazione della carica, dovendosi infatti ritenere applicabile in via residuale il procedimento sub 1).*<sup>67</sup>

<sup>66</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* 168 (07-11-2017), reperibile sul sito <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/168.aspx>.

<sup>67</sup> In tal senso d'altronde si esprime autorevole dottrina, e precisamente cfr. M. CIAN, *Strumenti finanziari*, cit., 128; M. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 533.



Quanto alla seconda questione, poi, essa pare agevolmente risolvibile nel senso che il numero totale dei membri di spettanza degli Sfp deve comunque essere inferiore alla metà dei componenti del rispettivo organo.<sup>68</sup> A opinare diversamente, e in particolare a ritenere che la disposizione in commento (che adopera la locuzione «nomina di un» amministratore e/o sindaco) vada interpretata in senso letterale, infatti, si finirebbe per dar vita ad un'illegittima disparità di trattamento in funzione del numero di componenti dell'organo sociale considerato: e così, se in un consiglio di amministrazione composto da sette membri la presenza di un singolo amministratore indipendente sarebbe pressoché irrilevante sul piano decisorio, in un consiglio d'amministrazione formato da due soli membri viceversa la stessa risulterebbe determinante ai fini della valida assunzione delle decisioni. Per tale motivo, dunque, ritengo sia preferibile la prima soluzione illustrata, la quale appare anche maggiormente coerente sul piano sistematico con il fondamentale principio di correlazione fra potere e rischio nell'impresa cui è informata la disciplina delle S.p.A..

### **8. Segue. I recenti sviluppi in tema di diritto di conversione in azioni**

Per concludere questa rassegna dei principali diritti amministrativi attribuibili ai titolari di Sfp, pare opportuno da ultimo soffermarsi brevemente sul diritto di conversione in azioni, la cui ammissibilità può ormai dirsi sdoganata non soltanto sul piano dottrinario ma anche su quello giurisprudenziale, come dimostrano le posizioni assunte non solo dalla maggioranza degli Autori che si sono occupati di questa tematica,<sup>69</sup> ma anche dalla posizione assunta ancora una volta dal Consiglio Notarile di Milano in una recente massima,<sup>70</sup> nonché dal Tribunale delle

<sup>68</sup> Sul punto cfr. *ex multis*: M. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 536; L. MONTAGNANI, Sub *art.* 2383, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI, F. GHEZZI e M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Egea-Giuffrè, Milano, 2005, p. 148; A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 1299. In particolare si vedano M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 103, i quali definiscono la detta soluzione «pragmatica e di buon senso», nonché da ultimo cfr. Cons. Not. Milano, *Massima* 168, *cit.*, *ibidem*.

<sup>69</sup> Sul punto si vedano *ex multis*: M. LIBERTINI, A. MIRONE e P.M. SANFILIPPO, *op. cit.*, p. 232; F. MAGLIULO, *op. cit.*, p. 64; M. NOTARI e A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 108, nt. 160.

<sup>70</sup> Cons. Not. Milano, *Massima* 166 (07-11-2017), reperibile sul sito <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/166.aspx>.

imprese di Napoli nell'unico precedente giurisprudenziale ad oggi disponibile.<sup>71</sup> Pur essendo espressamente prevista dal legislatore tale facoltà solo con riferimento alle obbligazioni convertibili ex art. 2420-*bis* c.c., infatti, non può escludersi *mutatis mutandis* l'applicazione della suddetta norma anche agli strumenti finanziari partecipativi. Ad un siffatto risultato più precisamente si giunge in forza dell'applicazione analogica (e non già diretta, trattandosi pur sempre di strumenti «partecipativi» a differenza delle obbligazioni) dell'art. 2411, comma 3, c.c., che estende la normativa in tema di obbligazioni anche agli «strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società», *rectius* alle para-obbligazioni. È appena il caso di osservare, tuttavia, che se pare condivisibile *ictu oculi* la tesi che postula l'applicazione analogica della suddetta normativa agli Sfp dotati di diritto al rimborso, essendo gli stessi sovrapponibili sotto il profilo causale agli strumenti finanziari cui si riferisce l'art. 2411, comma 3, c.c., maggiormente problematica e più difficilmente giustificabile si configura l'analogia con gli Sfp privi di diritto al rimborso. È evidente, infatti, che la diversa dimensione causale in cui si vengono a collocare questi ultimi complichino il ragionamento, ancorché in realtà pare che una simile estensione possa ritenersi parimenti ammissibile per ragioni di carattere sistematico e in particolare per la circostanza che l'ordinamento, nel consentire la conversione del debito obbligazionario in capitale sociale, *a fortiori* non avrebbe ragione di negare la conversione di quasi capitale in capitale.<sup>72</sup>

Una volta ammessa la convertibilità degli Sfp in azioni, resta da analizzare quali siano le modalità e le condizioni alle quali ciò possa avvenire. In primo luogo pare ragionevole che gli Sfp convertibili debbano essere offerti in opzione ai soci ai sensi dell'art. 2441, comma 1, c.c., a meno che non ricorra una delle cause di esclusione del diritto di opzione previste dalla legge, salvo il consenso unanime degli aventi diritto. La necessità di offrire in opzione ai soci gli Sfp convertibili, infatti, si fonda sull'applicabilità della disposizione citata non solo alle azioni di nuova emissione

<sup>71</sup> Tribunale di Napoli, Sez. Specializzata in materia d'impresa, 25 febbraio 2016, cit., *ibidem*.

<sup>72</sup> Sul punto, anche per le considerazioni che seguono, cfr. Cons. Not. Milano, *Massima* 166, cit., *ibidem*.

ma anche alle obbligazioni convertibili, la qual circostanza lascia intendere che la *ratio* accolta in materia sia tutelare l'interesse dei soci a preservare le medesime quote di partecipazione al capitale non solo quando vengono emesse azioni, ma anche quando vengono emessi differenti strumenti finanziari convertibili in azioni.

Altra condizione essenziale ai fini della convertibilità è che, in deroga a quanto affermato in via generale, l'apporto a fronte del quale vengono emessi gli Sfp rispetti gli artt. 2342 ss. c.c.. È evidente, infatti, che essendo potenzialmente destinati a rappresentare il capitale della società, i suddetti apporti debbano a monte rispettare la normativa dettata in tema di conferimenti, ond'evitare che sia violato il ben noto principio di effettività del capitale sociale.

Si consideri, infine, che alla pari di quanto disposto dall'art. 2420-bis c.c., contestualmente all'emissione degli Sfp convertibili in azioni, la società deve deliberare un aumento di capitale a servizio della conversione, per un importo pari alle azioni da attribuire in conversione, che non può essere superiore, a seconda del tipo di strumenti considerato: a) al debito nei confronti dei titolari di Sfp con diritto a rimborso; b) alla riserva iscritta in bilancio a fronte dell'emissione di Sfp privi del diritto a rimborso. È appena il caso di osservare, in conclusione, che nell'ipotesi *sub b)* le perdite che eventualmente azzerino la suddetta riserva, pur non incidendo di norma sui diritti spettanti ai titolari di Sfp,<sup>73</sup> non possono che decretare l'estinzione del diritto di conversione, non potendosi infatti giustificare diversamente la creazione di nuovo capitale sociale.<sup>74</sup>

<sup>73</sup> G. D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, nota al Tribunale di Napoli, 24 febbraio 2016, in *Notariato*, 2016, p. 280. *Contra* M. PALMIERI, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni*, in *Le Società*, 8-9, p. 991.

<sup>74</sup> Sul punto si veda *amplius* M. LAMANDINI, *Nuovi orientamenti su strumenti finanziari partecipativi irredimibili e incidenza delle perdite*, in *Le Società*, 2018, 4, p. 475 e ss.. A conclusioni differenti, tuttavia, si potrebbe giungere qualora le azioni della S.p.A. fossero prive dell'indicazione del valore nominale. In tal caso, infatti, non sussistendo una rigida correlazione fra l'ammontare del capitale sociale, il numero delle azioni e il loro valore nominale (che non è cristallizzato nello statuto ma risulta da un mero calcolo matematico), è lecito che la società deliberi l'emissione di azioni a servizio della conversione senza un corrispondente aumento del capitale. Non modificandosi quest'ultimo e diminuendo semplicemente la parità contabile, dunque, pare corretto affermare che il rispetto della normativa sui conferimenti in tale ipotesi non risulta necessario, ritornando applicabile di conseguenza la disciplina generale degli apporti sottostanti l'emissione di Sfp, come *supra* illustrata.