

Marco Lamandini

---

**I PATRIMONI « DESTINATI »  
NELL'ESPERIENZA SOCIETARIA. PRIME  
NOTE SUL D.LGS. 17 GENNAIO 2003,  
N. 6**

---

Estratto



MARCO LAMANDINI

## I patrimoni « destinati » nell'esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6\*

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. La « segregazione nella segregazione ». — 3. La distinzione rispetto alla (solo apparentemente prossima) fattispecie delle azioni correlate. — 4. Separatezza e regole imperative in tema di patrimoni « destinati » a finalità « operative ». — 5. Gli strumenti finanziari rappresentativi della partecipazione all'affare. — 6. L'organo competente a deliberare la costituzione del patrimonio destinato. — 7. La procedura di costituzione. — 8. Le questioni « aperte » in tema di bilancio, fallimento e revocatoria del patrimonio destinato (cenni). — 9. Di talune discutibili scelte di « policy ». — 10. I patrimoni destinati a finalità « finanziarie ».

1. La rilevanza assunta dalle tecniche di segregazione patrimoniale nelle operazioni finanziarie è ormai comunemente nota a tutti; altrettanto noto è che — e lo ha ricordato di recente Antonio Gambaro, che partecipò alla XV Conferenza dell'Aja per l'Italia<sup>(1)</sup> — « quando iniziarono i lavori preparatori della Conferenza dell'Aja l'Italia aveva introdotto nel suo ordinamento (solo) i fondi comuni di investimento, disciplinandoli all'art. 3 della legge n. 77/1983 come patrimoni autonomi, ma ricorrendo ad una formulazione forse chiara in termini di *policy*, ma certamente ambigua ed infelice come formulazione giuridica. Oggi — prosegue Gambaro — la nostra situazione normativa è assai diversa, non solo sotto il profilo quantitativo, ma anche sotto il profilo qualitativo ». Ne sono i più recenti esempi (senza alcuna ambizione di completezza), oltre all'art. 4 del d.lgs. 124 del 1993 come riformulato dalla legge 8 agosto 1995, n. 355 in tema di fon-

(\*) Relazione al Convegno di Studi « *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative* », organizzato dall'Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza 14 e 15 marzo 2003.

(1) Notarella in tema di trascrizione degli acquisti immobiliari del trustee ai sensi della XV Convenzione dell'Aja, in *Riv. Dir. Civ.*, 2002, p. 6 (dell'estratto).

di pensione, l'art. 3 della legge n. 130 del 1999 in tema di cartolarizzazione di crediti, l'omologa previsione che si ritrova nella legge n. 402 del 1999 in tema di cartolarizzazione dei crediti I.n.p.s. nonché nell'art. 22 della legge 23 novembre 2001 n. 409 in tema di cartolarizzazione dei crediti d'imposta e contributivi<sup>(2)</sup> e l'ormai imponente « plesso » normativo relativo alla cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla gestione, valorizzazione e alienazione degli immobili pubblici (d.l. 25 settembre 2001 n. 351, convertito nella legge 24 novembre 2001 n. 410<sup>(3)</sup>) richiamato ora anche dall'art. 84 della legge finanziaria del 2003 con riguardo alla costituzione di società di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei patrimoni immobiliari delle regioni e degli altri enti locali nonché la legge 15 giugno 2002, n. 112 sulla società « Patrimonio dello Stato »). Da ultimo, l'art. 75 della legge finanziaria del 2003 che prevede l'istituzione di patrimoni separati per il finanziamento degli interventi infrastrutturali di natura ferroviaria inerenti all'alta velocità. Previsioni, tutte queste, che per la loro « convergenza » hanno indotto molti a ritenere che il *trust* riconosciuto dalla XV Convenzione dell'Aja costituisca la figura esponenziale della segregazione patrimoniale sicché — sono ancora parole di Gambaro — « con la recezione di esso il nostro sistema si è dotato di una figura generale che può fungere da modello a tutte le figure speciali che il legislatore ha introdotto per scopi particolari ».

2. Sulla scorta di questi modelli, il d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 segna l'irrompere della fattispecie dei patrimoni separati anche nel diritto generale delle società di capitali, e dunque l'irrompere (non per mero diritto speciale bensì « per diritto comune ») della « segregazione nella segregazione ». Che il modello societario, e in particolare quello della società di capitali, costituisca storicamente una forma tipica di segregazione patrimoniale è ben noto; ciò che di nuovo vi è nella riforma è che il legislatore tipizza due fattispecie generali, tra loro peraltro assai diverse, di segregazione nella segregazione, fattispecie cioè in cui sfuma e talora scompare l'unicità indistinta del patrimonio sociale, si misurano i diritti dei soci sulla base di patrimoni distinti e viene meno (in tutto o in parte) la responsabilità illimitata della persona giuridica e dunque la aggredibilità del suo intero patrimo-

(2) Su cui v. G. TORELLI, *Verso la riorganizzazione della gestione dei crediti di imposta e contributivi: le società per la cartolarizzazione*, in *Le Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2002, p. 229.

(3) Su cui v. R. COLAGRANDE, *La dismissione del patrimonio immobiliare degli enti previdenziali pubblici*, in *Le Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2002, p. 242 nonché L. CAROTA, *Aspetti generali del trust nelle operazioni di cartolarizzazione relative agli immobili pubblici*, comunicazione al seminario « *Il trust dell'ente pubblico* », Ferrara, 7 marzo 2003, dattiloscritto.

nio da parte dei creditori sociali. Naturalmente la fattispecie in esame è piuttosto articolata e proprio dall'illustrazione della sua articolazione tipologica conviene prendere le mosse per tentare di offrire una prima ricostruzione della fattispecie.

3. Conviene preliminarmente sgomberare il campo da un possibile equivoco. Netta è la distinzione, concettuale e di disciplina, tra la fattispecie del patrimonio «destinato» e quella, che solo apparentemente potrebbe dirsi di segregazione nella segregazione ma che tale non è e correttamente non è definita tale neppure dal legislatore della riforma (essendo, come si dirà subito, solo «contabile» ma non «patrimoniale») che si rinviene ai commi 2 e 3 del nuovo art. 2350, là dove si introducono nel nostro ordinamento, in qualche modo sulla scorta delle esperienze di *tracking or targeted stock* di origine nordamericana<sup>(4)</sup>, le «azioni fornite di diritti correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore». Qui si è in presenza di una considerazione «divisionale» solo sotto il profilo reddituale dell'attività d'impresa svolta dalla società, tant'è che — per la prima volta<sup>(5)</sup> — l'azione non rappresenta più un diritto di partecipazione ai risultati economici dell'intera impresa ma un diritto di partecipazione ai risultati «dell'attività sociale di un determinato settore». Ciò significa dunque, in prima approssimazione, che gli utili potranno essere distribuiti se e in quanto conseguiti dal settore d'attività correlato e che le perdite del settore incideranno prioritariamente sulle azioni correlate. E ciò sia con riguardo agli utili di esercizio sia con riguardo all'utile complessivo dell'iniziativa e dunque all'eventuale supero netto di liquidazione. Sarà peraltro lo statuto, in ossequio al generale principio dell'autonomia statutaria, a «stabilire i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore» e per tale via — peraltro senza poter spingere l'autonomia negoziale fino al punto di interferire con il modello di patrimonio destinato di cui all'art. 2447-bis, con il quale si impone un necessario raccordo sistematico (su cui si tornerà *infra*) — «i diritti attribuiti alle azioni correlate». Con un limite di natura patrimoniale

<sup>(4)</sup> Per ragguagli, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, p. 51.

<sup>(5)</sup> Per qualche considerazione sulla ammissibilità della fattispecie nella vigenza dell'attuale diritto societario, v. P. DE BIASI, «Burro e cannoni»: *le alphabet stock*, in *Le Società*, 2002, p. 815. Per un completo quadro comparatistico, con l'usuale accuratezza, G.B. PORTALE, *Dal capitale assicurato alle «tracking stocks»*, in questa *Rivista*, 2002, p. 162 (cui si deve anche il conio dell'espressione «azioni correlate») nonché l'ottimo lavoro comparato di S. THIEL, *Spartenaktien für deutsche Aktiengesellschaften*, Carl Heymann Verlag, Köln, Berlin, Bonn, München, *passim*.

invalicabile, che è coerente con la permanente natura unitaria del patrimonio sociale pur in presenza di «azioni correlate»; che cioè «non possono essere pagati dividendi ai possessori delle azioni correlate se non nei limiti risultanti dal bilancio della società». Questa disposizione — ripresa dal previgente testo dell'art. 2433, co. 2 (rimasto inalterato) ma poi adottata qui in forma sincopata e formalmente più ellittica e sciatta (facendo cadere senza ragione, mi pare, le parole «per utili realmente conseguiti» e bilancio «regolarmente approvato») — è stata imposta al fine di evitare il rischio che la struttura divisionale possa favorire forme di indebolimento patrimoniale in tutti i casi in cui un settore di attività, per quanto separato, produca utili e gli altri settori di attività della società producano viceversa perdite. La regola consente così, in ipotesi di perdite prodotte da altri settori d'attività, la distribuzione di dividendi alle azioni correlate, ma solo per la quota parte di utili del settore che costituisca la differenza positiva tra utili e perdite complessivamente realizzate dalla società in tutti i settori. Questo di per sé non significa ancora che, in presenza di perdite di altri settori ma in difetto di azioni esecutive dei creditori di tali settori ovvero in assenza delle condizioni per la riduzione obbligatoria e immediata del capitale, gli utili del settore correlato debbano essere utilizzati a copertura: essi infatti potrebbero essere semplicemente rinviati a nuovo. Solo ove ricorrano le condizioni per la riduzione obbligatoria e immediata del capitale, le perdite degli altri settori incideranno, prima che sul capitale, sugli utili del settore correlato. Lo statuto, nel definire i diritti spettanti alle azioni correlate, potrà inoltre — almeno così io credo — stabilire che le perdite prodotte non dal settore colpiscano prioritariamente le azioni non correlate, e potrà anche prevedere che in caso di successivo ritorno all'utile del settore non correlato detti utili siano utilizzati prioritariamente per «restituire» alle azioni correlate i diritti patrimoniali erosi in precedenti esercizi dalle perdite prodotte dal detto settore non correlato. Analoghe previsioni potranno essere adottate con riguardo al riparto del supero netto di liquidazione. Malgrado ciò è evidente tuttavia che la fattispecie delle azioni correlate non integra un'ipotesi di segregazione patrimoniale in senso proprio, bensì piuttosto un'ipotesi di segregazione contabile convenzionale efficace nei confronti dei soci (al fine della determinazione dei loro rispettivi diritti patrimoniali) ma non dei creditori (v'è dunque una differenza di regime profonda anche rispetto alla tradizionale logica divisionale esterna quale si realizza attraverso il modello organizzativo delle società controllate). La peculiare natura dei diritti patrimoniali spettanti alle azioni correlate — il loro riferirsi ad un patrimonio unitario indistinto e al tempo stesso il loro attribuire un'aspettativa reddituale calcolata con logica divisionale — è destinata ad

**incidere**, mi pare, anche sulla definizione dei diritti corporativi (o amministrativi, secondo una terminologia ormai entrata in uso) spettanti alle azioni correlate. Per quanto infatti, come si è visto, il comma 2 dell'art. 2350 rimetta allo statuto la definizione «dei diritti attribuiti alle azioni correlate», è da attendersi che i diritti in questione faranno riferimento alla gestione dell'intera società piuttosto che non alla gestione del solo settore di attività «correlato». Se infatti la gestione degli altri settori si riflette, seppure nei limiti del comma 3 dell'art. 2350 e della riduzione obbligatoria del capitale per perdite, sui diritti delle azioni correlate, è logico attendersi che i possessori di esse pretendano di avere «voice» nella gestione dell'intera società. Si tratterà dunque di azioni che, secondo consueti modelli tipologici, attribuiranno in genere il diritto di voto nelle assemblee generali (oltre che in quella speciale di categoria) e che, salvo che lo statuto non preveda limitazioni, assicureranno il concorso volitivo dei loro possessori nella nomina e revoca degli amministratori della società, ai quali deve essere affidata, nel quadro della loro responsabilità gestionale generale, anche l'amministrazione di ciascun settore di attività separata<sup>(6)</sup>. Sarà peraltro consentito allo statuto — tenuto conto anche della maggiore elasticità tipologica ora opportunamente prevista dall'art. 2351 in materia di voto e della possibilità, ora ammessa, di prevedere attribuzioni di voto «subordinate al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative» (ma purtroppo con il limite, per le società che fanno appello al mercato del capitale di rischio, del terzo comma della medesima norma) — prevedere ben calibrati meccanismi di «ridefinizione» periodica dei diritti di voto attribuiti alle diverse classi di azioni correlate, in modo da tenere conto dell'andamento economico dei singoli settori e da poter far seguire un aumento o una diminuzione del potere di governo della categoria all'aumento o alla diminuzione del rilievo economico del settore nel contesto della situazione patrimoniale e reddituale complessiva della società<sup>(7)</sup>. Sarà inoltre consentito, per espressa previsione normativa, prevedere statutariamente «le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria». Nel contesto del generale principio di autonomia statutaria, mi pare tuttavia anche possibile che lo statuto, nel definire «i diritti attribuiti alle azioni correlate» e «le modalità di rendicontazione» inerenti al settore correlato possa spin-

<sup>(6)</sup> G.B. PORTALE, *Dal capitale assicurato alle «tracking stocks»*, cit., p. 165, ove rinvia alla letteratura tedesca.

<sup>(7)</sup> Restrittivo, ma si direbbe con riguardo al diritto tedesco vigente e dunque con argomenti non coestensibili al nuovo diritto societario italiano, l'orientamento di G.B. PORTALE, *Dal capitale assicurato alle «tracking stocks»*, cit., p. 165 e degli AA. tedeschi ivi richiamati.

gersi fino al punto di apprestare, per la gestione del settore correlato, forme organizzative più complesse di quelle tipizzate dal legislatore (polarizzate sull'attribuzione della funzione gestoria del *day to day management* all'organo amministrativo della società e della funzione di controllo al rappresentante comune), le quali se del caso consistano nell'attribuzione di poteri istitutori generali ad uno o più «gestori» nominati dai possessori di azioni correlate, i quali operino come fiduciari diretti di costoro, seppure sotto il controllo e la direzione strategica («l'alta amministrazione») dell'organo amministrativo (monistico o dualistico, a seconda del caso). In tal modo, seppur con il limite dell'art. 2350, comma 3, il modello di separazione gestionale sottostante alle azioni correlate assumerebbe connotati in qualche misura più prossimi a quelli del *trust*, pur differenziandosene ancora nettamente vuoi per la ricorrenza di una separatezza solo contabile e non patrimoniale vuoi per la spettanza all'organo amministrativo della società della responsabilità ultima in tema di scelte gestionali vuoi infine per la natura «azionaria» dei titoli emessi (una natura «azionaria» peraltro in certo qual modo inedita, da rintracciarsi nella concomitante presenza di una pretesa fisiologicamente eventuale ma limitata ad un settore di attività sociale e alla presenza di almeno taluni — quelli che lo statuto riterrà di attribuire — diritti amministrativi nei confronti della società).

4. La prossimità tipologica con il *trust* è viceversa spiccata nell'ipotesi dei «patrimoni destinati ad uno specifico affare» previsti dalla nuova sezione XI, e così dagli artt. 2447-bis/novies<sup>(8)</sup> i quali realizzano, come si è detto, non già una ipotesi di separatezza solo contabile bensì una ipotesi di vera segregazione patrimoniale. Essi costituiscono il modello di patrimonio destinato che è stato definito di tipo «operativo» (come contrapposto al tipo «finanziario» di cui all'art. 2447 decies). Qui, la separatezza patrimoniale può essere — ed è, in regime di «default» — (quasi) «perfetta», dato

<sup>(8)</sup> Sui quali v. A. ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. Dir. civ.*, 2002, p. 545 ss; C. RABITTI BEOGNI, *Patrimoni dedicati*, in *Riv. Not.*, 2002, p. 1121; F. DI SABATO, *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Le società*, 2002, p. 665; P. FERRO-LUZZI, *I patrimoni «dedicati» e i «gruppi» nella riforma societaria*, in *Riv. Not.*, 2002, p. 273; *Id.*, *La disciplina dei patrimoni separati*, in questa *Rivista*, 2002, p. 121; G.B. PORTALE, *Dal capitale assicurato alle «tracking stocks»*, cit., p. 166; F. FIMMANÒ, *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, in *Le Società*, 2002, p. 960; M. STELLA RICHTER JR., *I patrimoni dedicati nel diritto delle società per azioni: appunti sulle prospettive di riforma*, in ASSOCIAZIONE PREITE, *Verso il nuovo diritto societario*, Il Mulino, Bologna, 2002, p. 311 Una breve illustrazione della nuova disciplina si legge anche in F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto dal medesimo, Padova, 2003, p. 17 ss.



che l'art. 2447-*quinquies* contiene la (oramai tradizionale) formula legislativa secondo la quale dal momento in cui ha effetto la costituzione del patrimonio destinato « i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare né, salvo che per la parte spettante alla società, sui frutti o proventi da esso derivanti ». La separazione è peraltro liberamente graduabile dall'autonomia statutaria: infatti il comma 3 dell'art. 2447-*quinquies* prevede che « qualora la deliberazione (di costituzione) non disponga diversamente, per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato », rendendo così chiaro al tempo stesso il carattere non imperativo bensì dispositivo della previsione (e il suo ruolo di semplice « default rule ») e il carattere normalmente « bilaterale » del regime di separazione. Di carattere imperativo sono tuttavia le previsioni — che segnano un duplice limite alla separazione e condizionano anche il suo carattere bilaterale — secondo cui « resta tuttavia salva la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito » e « gli atti compiuti in relazione allo specifico affare devono recare espressa menzione del vincolo di destinazione; in mancanza ne risponde la società con il suo patrimonio residuo ». Ugualmente imperative sono le norme:

a) che fissano nel 10% del patrimonio netto della società l'ammontare complessivo dei patrimoni destinati ad uno specifico affare che ciascuna società può costituire;

b) che escludono che il patrimonio destinato possa essere costituito per lo svolgimento di affari « attinenti ad attività riservate in base alle leggi speciali »;

c) che impongono uno speciale procedimento di costituzione che, da un lato, prevede — con previsione la cui valenza sistematica certamente impegnerà gli interpreti — tra i requisiti « la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare » e, dall'altro lato, estende alla costituzione del patrimonio destinato il meccanismo di opposizione previsto dall'art. 2503 in tema di fusione e scissione (tuttavia nel vecchio testo e non nel testo riformato e dunque senza prevedere le eccezioni all'opposizione da quest'ultimo previste);

d) che prevedono una distinta contabilità e una distinta indicazione in bilancio dei rapporti giuridici e dei beni facenti parte del patrimonio destinato.

Un apparato di norme imperative così imponente — specie se valutato in rapporto al principio fondante della riforma che sembra essere quello del più ampio riconoscimento dell'autonomia statutaria — rende evidente la « specificità » della fattispecie dei patrimoni dedicati e la differenza tipolo-

gica e di regime tra questa fattispecie e quella della azioni « correlate »: un regime quest'ultimo liberale e in gran parte rimesso all'autonomia statutaria senza che sia previsto alcun potere di opposizione dei creditori.

5. Questa la sintetica illustrazione della disciplina di diritto positivo. Numerose sono poi le questioni interpretative che essa solleva e di cui giudici e interpreti dovranno necessariamente farsi carico, tenendo conto degli immanenti (seppur spesso taciuti, dal legislatore) vincoli di sistema. Se ne offre qui di seguito solo un'esemplificativa rassegna. Innanzitutto con riguardo agli strumenti finanziari che possono essere emessi.

a) V'è in primo luogo da chiedersi, in proposito, se ad essi sia preclusa la natura azionaria sia nell'ipotesi in cui gli strumenti finanziari rappresentativi della partecipazione al patrimonio destinato siano emessi a fronte di apporti di terzi sia nell'ipotesi in cui essi siano emessi a fronte della quota di « netto patrimoniale » destinato da parte della società. A me non pare, per quanto la questione meriti ulteriore approfondimento. Poiché infatti a seguito della riforma il tratto tipologico fondamentale dell'azione va rintracciato nell'appostazione a capitale della relativa pretesa, mi sembrerebbe che, nell'ipotesi in cui il patrimonio destinato risulti costituito da apporti i quali vengano, in tutto o più verosimilmente in parte, imputati a capitale (e « distintamente » indicati come tali nello stato patrimoniale della società e nel separato rendiconto), gli strumenti finanziari corrispondentemente emessi, per quanto rappresentativi di una partecipazione all'affare e non una partecipazione all'intera impresa sociale, assumano ciò non di meno natura azionaria. Naturalmente ciò potrà farsi, per la necessaria osservanza che deve prestarsi alle prescrizioni vincolanti della Seconda direttiva, solo a condizione di prevedere, nella delibera di costituzione del patrimonio e di emissione degli strumenti finanziari, che in ipotesi di perdite sociali (estrane al patrimonio destinato) che intaccano il capitale della società oltre la quota rappresentata da azioni di altra categoria, anche essi ne subiranno gli effetti. Ciò che tuttavia impone una lettura « correttiva » dell'ambigua lettera del comma 1 dell'art. 2447-*quinquies*, dovendosi cioè ritenere che la separazione del patrimonio destinato rispetto ai debiti della società è, pur in assenza di una previsione espressa in tal senso nel menzionato comma 1, derogabile in via di autonomia in sede di delibera di costituzione. Sennonché una simile interpretazione da un lato sembra giustificarsi pienamente in considerazione del ruolo riconosciuto all'autonomia negoziale e statutaria dalla riforma e non confliggere con l'interesse dei creditori (i creditori anteriori alla costituzione e quelli della società sono anzi meglio protetti da un simile regime, mentre quelli del patrimonio destinato

sono in grado di conoscere *ex ante* il regime di separatezza bilaterale imperfetta grazie agli adempimenti pubblicitari) e dall'altro lato trova un qualche conforto letterale anche nell'*incipit* dell'art. 2350, co. 2. Infatti, se gli strumenti finanziari di cui all'art. 2447-ter non potessero mai avere natura azionaria, non vi sarebbe stato alcun bisogno di precisare in detta norma che le azioni correlate sono emesse « fuori dei casi di cui all'art. 2447-bis ». Naturalmente alla eventuale natura azionaria della fattispecie conseguirà poi l'applicazione della relativa disciplina, ad esempio in ordine alla competenza solo dell'assemblea straordinaria — in deroga « legale » (derivante cioè da un vincolo, sia pure inespresso, di sistema) alla previsione di cui all'art. 2447-ter ult. co. — a costituire il patrimonio con emissione di azioni così come in ordine al riconoscimento del diritto di opzione ai soci e in ordine all'applicazione della disciplina delle azioni proprie alle azioni eventualmente rivenienti alla società dalla costituzione del patrimonio destinato.

b) È tuttavia da attendersi che, più frequentemente, gli apporti di terzi o il « netto » trasferito dalla società per la costituzione del patrimonio dedicato senza apporti di terzi <sup>(9)</sup> non risulteranno imputati a capitale, anche in modo da preservare il massimo di separatezza a favore del patrimonio destinato rispetto ai creditori della società e di conseguenza, conformemente all'art. 2346 ultimo comma, i relativi strumenti finanziari non avranno natura azionaria bensì di titoli ibridi. E questa diversa natura degli strumenti finanziari, tipologicamente normale anche se non necessaria, faciliterà certo, in pratica, la distinzione anche tra la fattispecie delle azioni correlate e dei titoli partecipativi di patrimoni separati orientando le scelte di investimento.

c) Rispetto agli strumenti finanziari emessi, l'art. 2447-octies prevede che ad « ogni categoria di strumenti finanziari previsti dalla lettera e) del primo comma dell'art. 2447-ter » si applichino le regole consuete in tema di organizzazione di categoria dettate per gli obbligazionisti. Queste regole non mi pare tuttavia che possano orientare l'interprete nel senso di affermare la natura necessariamente obbligazionaria degli strumenti giacché esse sembrano compatibili tanto con la fattispecie azionaria (come ben illustra il caso delle azioni di risparmio) quanto con quella obbligazionaria e con quella degli ibridi. Esse inoltre, in considerazione del principio generale del « free bargaining », mi pare che ben potranno essere contrattualmente integrate in sede di delibera di costituzione, ampiamente attingendo

<sup>(9)</sup> Sull'importanza di consentire una simile possibilità alla società (in polemica con un'impostazione esclusivamente finanziaria della fattispecie) v. F. DI SABATO, *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Le Società*, 2002, p. 665

anche all'ampia esperienza degli assetti organizzativi **contrattualmente** fissati dai « trust deed » già in uso nell'esperienza finanziaria internazionale e (seppur più raramente) domestica.

d) Gli ibridi potranno inoltre essere variamente graduati in sede di delibera di emissione, dovendosi peraltro ritenere che dalla conformazione dei diritti patrimoniali e amministrativi in concreto prescelta per via di autonomia negoziale derivino diverse conseguenze anche in punto di disciplina legale e contabile applicabile. Se infatti l'apporto è irredimibile (se non in sede di liquidazione) o non è restituibile neppure in sede di liquidazione (come è sicuramente possibile prevedere in questo contesto e come normalmente è previsto nell'esperienza tedesca), esso potrà imputarsi a patrimonio (restando peraltro da chiedersi se anche per questo patrimonio valga il limite del 10% ricordato sopra), dando luogo ad una pretesa di quasi capitale (secondo il modello degli « *aktienähnliche Genusscheine* » e che nel seguito chiameremo, convenzionalmente, « titoli di partecipazione di quasi capitale »). L'appostazione a patrimonio dovrebbe poter avvenire nel contesto di una riserva statutaria o appositamente costituita con la delibera di emissione (da inserire nella voce A del passivo, alternativamente come numero VI o VII dell'art. 2424) di cui sia disciplinato il regime di indisponibilità. Ove si proceda ad una simile imputazione riterrei, in analogia con il principio dell'art. 2343 c.c., che trattandosi pur sempre di proteggere il valore del « netto », sia necessario accompagnare l'apporto con una relazione giurata redatta dall'esperto nominato dal Tribunale. Del resto l'art. 2343 contempla questo obbligo non già solo al fine di verificare che i conferimenti corrispondano al valore nominale del capitale liberato ma anche del sovrapprezzo, estendendo così il meccanismo di protezione oltre la semplice posta capitale e ricomprendendo anche la posta « riserva sovrapprezzo » che verosimilmente presenterebbe un regime di indisponibilità analogo a quella costituita da apporti di « quasi capitale » imputati a patrimonio. Se viceversa si prevede la restituzione a certa data (sia pure subordinata), l'apporto non costituisce patrimonio in senso proprio e andrà appostato al passivo alla voce D, al numero 7 « debiti rappresentati da titoli di credito » sicché gli strumenti finanziari rappresentativi di esso potranno essere o obbligazioni o ibridi di debito dotati, se del caso (e a differenze delle obbligazioni) di taluni diritti amministrativi.

6. Non meno complessa, a dispetto dell'apparente chiarezza di dettato dell'ultimo comma dell'art. 2447-ter (a stregua del quale « salvo diversa disposizione dello statuto, la deliberazione è adottata dal consiglio di amministrazione o di gestione a maggioranza assoluta dei suoi componenti »), è

la questione inerente alla competenza alla costituzione del patrimonio destinato e alla emissione degli strumenti finanziari rappresentativi della partecipazione ad esso.

La circostanza che il patrimonio destinato sia costituito con « semplice » trasferimento del netto da parte della società ovvero a fronte di apporti di terzi imputati a patrimonio mi pare incida anche sulla competenza dell'organo chiamato alla costituzione del patrimonio destinato. Riterrei infatti che, come per il caso di costituzione di una società controllata non occorre una destinato dei soci, così pure nel caso di costituzione del patrimonio destinato per semplice trasferimento del netto da parte della società il legislatore abbia inteso riservare (beninteso, salvo deroga statutaria) la competenza al consiglio di amministrazione o di gestione, nel modello dualistico, valorizzando il carattere gestionale del modello del patrimonio destinato operativo. Ciò sia pure con scelta a mio avviso poco felice, attesa la vicinanza tipologica con la scissione (di cui si ripete per il resto il modello costitutivo e la quale richiede, come è noto, la pronuncia dei soci) e atteso che qui i soci corrono un rischio aggiuntivo diretto, a differenza che nel caso di controllante e controllata, dato che i) « resta salva la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito » (anche se imputabili al patrimonio destinato) e ii) la delibera di costituzione può derogare al principio secondo cui per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato.

Inoltre, malgrado l'apparente carattere generale della regola prevista dall'ultimo comma dell'art. 2447-ter, non credo che quella competenza possa estendersi fino al punto di autorizzare l'organo amministrativo all'emissione di strumenti finanziari a fronte di apporti di terzi imputati a patrimonio ogni qual volta questi abbiano natura azionaria ovvero, se ibridi, parametrino la remunerazione agli utili (se del caso attribuendo anche una partecipazione al supero netto di liquidazione) ovvero attribuiscono diritti amministrativi. In questi casi si apre infatti, nella sostanza, un concorso tra azionisti e portatori degli strumenti finanziari rappresentativi del patrimonio destinato. La competenza all'emissione di questi strumenti deve dunque spettare, a mio modo di vedere e per (immanente, seppur inesplicito) vincolo di sistema, all'assemblea dei soci, in applicazione analogica delle norme dettate in materia di obbligazioni convertibili, intendendo le stesse non già come norme eccezionali e di stretta interpretazione bensì come norme « speciali » di generale applicazione rispetto a tutti gli strumenti ibridi di quasi capitale (non a caso il § 221 AktG sottopone alla medesima disciplina obbligazioni partecipanti, obbligazioni convertibili e

« *Genußscheine* »). Resta viceversa ferma la competenza dell'organo amministrativo per l'ipotesi in cui siano emessi strumenti finanziari di natura obbligazionaria o ibridi di debito, conformemente alla nuova regola di competenza prevista dall'art. 2410, co.1. Rammento infine che la competenza del consiglio non è espressamente qualificata come inderogabile dall'art. 2381, di modo che, salvo voler leggere il requisito di maggioranza dei componenti il consiglio come un requisito implicito di collegialità obbligatoria, derogabile dallo statuto solo in direzione dell'assemblea, si dovrebbe concludere che addirittura l'amministratore delegato può procedere alla costituzione di patrimoni separati (nei casi in cui la competenza spetta all'organo amministrativo) <sup>(10)</sup>.

7. Non meno complessa si presenta la questione delle regole procedurali per la costituzione dei patrimoni destinati. La lettera degli artt. 2447-*quater* e 2447-*quinqüies* sembra infatti intrinsecamente contraddittoria e meritevole di una lettura « correttiva » e costituzionalmente adeguatrice. Da un lato infatti, il legislatore ha prescelto — tra le varie alternative possibili (destinazione di attività secondo il modello della costituzione di una controllata, senza diritti di opposizione dei creditori anteriori; destinazione di attività secondo il modello della trasformazione, con un diritto di opposizione limitato nel tempo; destinazione secondo il modello della scissione) — il modello della scissione riprendendo, ma con linguaggio inutilmente difforme, quanto previsto dall'art. 2503 in tema di opposizione dei creditori e di efficacia differita della costituzione. A differenza che per la scissione è tuttavia omessa la precisazione, prevista per la scissione dall'art. 2506-*quater* ultimo comma, che dei debiti sociali anteriori all'iscrizione che risultino non soddisfatti dalla società risponde anche il patrimonio di destinazione nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto destinato. Qui dunque, a stare alla lettera della norma, potrebbe ritenersi che, salvo il caso di opposizione, la costituzione del patrimonio destinato, una volta efficace, liberi il patrimonio destinato da qualsiasi pretesa dei creditori anteriori, sottraendo così ad essi una quota del netto. Senonché, anche alla luce della sentenza della Corte Costituzionale 20 febbraio 1995, n. 47, perché possa ritenersi la legittimità costituzionale della norma mi pare che possano darsi solo due alternative, che impongono entrambe una lettura correttiva della disciplina: a) o si ritiene che l'espressione « creditori della società » di cui al comma 1 dell'art. 2447-*quinqüies* faccia riferimento ai soli « cre-

<sup>(10)</sup> v. BORSA ITALIANA, *Nota tecnica sui patrimoni separati*, in questa *Rivista*, 2002, 1589.



ditori successivi alla costituzione del patrimonio destinato» e che per i creditori anteriori si applichi, per *analogia legis o iuris*, il principio dell'art. 2504 decies, a stregua del quale il patrimonio destinato è responsabile nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto trasferito dei debiti anteriori della società e da essa non soddisfatti oppure *b*) si ritiene che la liberazione per il patrimonio destinato dai debiti della società anteriori alla costituzione possa conseguire solo ove vi sia il consenso espresso o presunto di costoro, ad instar di quanto previsto per la trasformazione ancor oggi dall'art. 2500-*quinquies*, che ha confermato l'onere di comunicazione a tutti i creditori della divisata operazione al fine di raccogliere il loro consenso (anche presunto ai sensi del comma 2 di detta norma).

8. Certamente foriere di non pochi dubbi applicativi sono inoltre le disposizioni dell'art. 2447-*septies* in tema di bilancio del patrimonio destinato (ove — si noti — in coerenza con il principio di separatezza manca una previsione per i patrimoni destinati corrispondente all'ultimo comma dell'art. 2350 di modo che si consente qui la distribuzione di utili se il patrimonio destinato chiuda l'esercizio in utile anche qualora la società chiuda in perdita) e dell'art. 2447-*novies* in tema di liquidazione, che ha purtroppo ommesso di chiarire — come viceversa sarebbe stato opportuno — se (come peraltro io credo) il patrimonio destinato possa fallire nell'ipotesi in cui esso risulti *insolvente*, pur quando la società non risulti tale (né vi siano ragioni perché operi la responsabilità illimitata della stessa). La singolare natura della fattispecie dei patrimoni destinati non mi pare tuttavia si opponga, in ipotesi di insolvenza del solo patrimonio destinato, all'apertura della procedura con riguardo alla sola massa patrimoniale separata (e non già all'intera società) ponendo verosimilmente problemi applicativi non molto dissimili da quelli sollevati dalle insolvenze di singole società di gruppo o di *trust* che abbiano ad oggetto l'esercizio di attività d'impresa. E all'esperienza limitrofa della costituzione di società e della destinazione in *trust* dovrà pure guardarsi, mi pare, per dare soluzione al problema applicativo della revocabilità della delibera di costituzione in sede ordinaria e fallimentare.

9. Oltre a queste, e numerose altre, questioni interpretative lasciate irrisolte dal legislatore, vi sono poi diverse questioni rilevanti in punto di *policy*. Talune scelte effettuate dal legislatore appaiono infatti non del tutto coerenti con l'impianto complessivo della riforma. Se ne offre, qui di seguito, una sintetica esemplificazione.

*a*) All'art. 2447-*bis* non si comprende la ragione per la quale i patrimoni destinati ad uno specifico affare — con finalità operative (lettera *a*)

e non meramente finanziarie (lettera *b*) — possano essere costituiti solo nei limiti del «dieci per cento del patrimonio netto della società». Si tratta di una limitazione operativa che sembra valere solo nella fase costitutiva e che non sembrerebbe valere (ma il punto è oggettivamente incerto) con riguardo agli apporti di terzi imputati a patrimonio destinato. Essa rischia in ogni modo di rendere in realtà non appetibile lo strumento (e di decretarne così l'insuccesso pratico) giacché sembra implicare che la struttura multidivisionale della società sia necessariamente costituita da un settore di gran lunga prevalente e da uno o più diversi settori — separati — di dimensioni assai inferiori. Ciò potrebbe finire con l'impedire strutture patrimoniali multidivisionali omogenee, specialmente nel caso di società che intendano operare in una molteplicità di settori in regime di separatezza ma con dimensioni relative dei singoli settori analoghe (si pensi, solo a fare un esempio tra i tanti possibili, alle *public utilities* locali che prestino attività in più settori o, in prospettiva, alle società proprietarie e gestori di reti e infrastrutture per lo svolgimento di servizi pubblici locali di cui all'art. 35 della legge finanziaria 2002). Del resto, questa limitazione del comma 2 dell'art. 2447-*bis* non trova fondamento nella delega e neppure la relazione d'accompagnamento ne offre alcuna spiegazione, giustificandone anzi il ripudio là dove afferma che l'ipotesi dei patrimoni separati «è operativamente equivalente alla costituzione di una nuova società con il vantaggio della eliminazione dei costi di costituzione, mantenimento ed estinzione della stessa» (per la costituzione di società di scopo non vale infatti, come è noto, alcun limite del «10% del patrimonio netto» della controllante). Di questa scelta di *policy* aveva offerto una argomentata critica anche Borsa Italiana, con la sua interessante nota tecnica del 2 dicembre 2002, purtroppo rimasta inascoltata<sup>(11)</sup>.

*b*) Similmente può apparire arbitrario — sotto il profilo sistematico — prevedere all'art. 2447-*ter*, lettera *c*) un vincolo di congruità del patrimonio dedicato rispetto allo scopo quando un corrispondente requisito non è richiesto in sede di costituzione di società di capitali, né tantomeno di società controllate. Si tratta ad ogni buon conto di un principio «precipitato» anche in altre norme sparse sicché potrebbe risultare in prospettiva non inutile al fine di dare nuovo vigore al meritorio tentativo interpretativo diretto a reagire alla tradizionale sottocapitalizzazione materiale delle società azionarie italiane.

(11) BORSA ITALIANA, *Nota tecnica sui patrimoni separati*, ora in questa *Rivista*, 2002, p. 1588.



c) Con riguardo alla procedura di costituzione di cui all'art. 2447-*quarter*, l'opposizione dei creditori sembra inoltre del tutto immotivata nell'ipotesi in cui il patrimonio destinato risulti esclusivamente costituito da apporti di terzi imputati a patrimonio destinato, a fronte della emissione di strumenti finanziari partecipativi.

d) Con riguardo ai profili di «governance» merita infine rilevare come l'amministrazione del patrimonio destinato sia rimessa agli amministratori della società, quando la logica della separazione patrimoniale (come ben illustra l'esperienza del *trust*) avrebbe probabilmente richiesto, per coerenza, la nomina di gestori indipendenti, sul modello del resto di quanto avviene nel rapporto controllante-controllata (con estensione, beninteso, a questi gestori delle regole in materia di direzione e coordinamento per l'ipotesi di influenza pregiudizievole da parte degli amministratori della società). D'altra parte, una simile previsione avrebbe anche consentito di demandare correttamente la nomina del gestore ai soci in ipotesi di patrimonio destinato senza apporti di terzi o con apporti non azionari e viceversa ai portatori delle azioni rappresentative del patrimonio destinato in ipotesi di apporti di capitale.

10. Da ultimo, l'art. 2447-*decies* introduce la nuova fattispecie del «finanziamento destinato ad uno specifico affare».

a) Si tratta di una norma che trae ispirazione dai modelli del *project finance* e, seppur in minor misura, della *cartolarizzazione* (quest'ultima espressamente richiamata al penultimo comma, ove si limita la possibilità di emettere strumenti finanziari rappresentativi del finanziamento alle sole ipotesi di *cartolarizzazione* previste dalle leggi vigenti). Da essi vengono astratte alcune regole di funzionamento da applicarsi qui ai patrimoni destinati e non a società costituite allo scopo e dunque in un'ottica, anche qui, di vera segregazione nella segregazione. Si realizza così, sotto il ben riconoscibile influsso di Paolo Ferro-Luzzi, quello che è stato definito il modello finanziario di patrimonio dedicato come contrapposto al (già illustrato) modello industriale<sup>(12)</sup>. In base ad esso «il contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare può prevedere che al rimborso totale o parziale del finanziamento siano destinati, in via esclusiva, tutti o parte dei proventi dell'affare stesso».

b) Come è stato efficacemente osservato<sup>(13)</sup> in questa forma di patrimonio separato «può leggersi una risposta alla richiesta di forme più evo-

(12) F. DI SABATO, *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, cit., p. 666.

(13) A. ZOPPINI, *Autonomia e separazione*, cit., p. 572. V. anche, già prima, A. VENE-

lute e assorbenti di tutela formulata dai creditori finanziari. Si tratta — si prosegue — d'una conferma della crisi delle garanzie reali, che, legate come sono ad una concezione statica dei beni, appaiono sempre meno adeguate ad un sistema economico che pone il suo baricentro non nel valore d'uso, ma nel valore di scambio. Da qui la ricerca di nuove prospettive per la tutela del credito, che tende a spostarsi dai beni — oggi largamente mobilizzati e dematerializzati — all'attività cui quei beni sono strumentali ed aspira a superare le rigidità che, nel nostro sistema, caratterizzano le strutture formali della garanzia reale». Si tratta dunque di una fattispecie che sposta ulteriormente in avanti i confini della garanzia, rispetto ad esempio alla già innovativa disposizione contenuta nel testo unico in materia bancaria all'art. 46 che aveva introdotto il privilegio speciale su beni mobili strumentali all'esercizio dell'attività d'impresa e senza spossessamento.

c) La segregazione «in via esclusiva» dei proventi dell'affare a servizio del rimborso del debito non implica peraltro necessariamente che al rimborso non possa concorrere, in tutto o in parte, anche la società (come infatti risulta chiaro dal comma 2, lettera b) e g) dal successivo comma 4), ma significa, mi pare, che: i) i proventi (siano essi l'integralità o solo parte dei proventi attesi) destinati al rimborso potranno essere utilizzati in via esclusiva solo a questo fine; e ii) il finanziatore, per la parte di rimborso per la quale ha acconsentito ad un regime di destinazione convenzionale dei proventi, non avrà azione sui beni della società, salvo il caso di garanzie specifiche all'uopo concesse dalla società ai sensi della lettera g) (che, pur con formula oscura, sembra in effetti riferirsi alla garanzia della quota parte di finanziamento al cui rimborso sono destinati i proventi «riservati» e non già alla quota parte di rimborso che resta, in ipotesi a carico della società).

d) La separazione patrimoniale è espressamente descritta dal comma 3, a stregua del quale «i proventi dell'operazione costituiscono patrimonio separato da quello della società e da quello relativo ad ogni altra operazione di finanziamento effettuata ai sensi della presente disposizione» purché vi sia il rispetto delle condizioni di pubblicità previste dall'articolo e che «la società adotti sistemi di incasso e contabilizzazione idonei ad individuare in ogni momento i proventi dell'affare e a tenerli separati dal restante patrimonio della società». Il comma 4 — coerentemente — precisa pertanto che

ZIANO, *Le garanzie mobiliari non possessorie. Profili di diritto comparato e di diritto del commercio internazionale*, Milano, 2000, *passim*; AL. CANDIAN, *Le garanzie mobiliari. Modelli e problemi nella prospettiva europea*, Milano, 2001, *passim*; ID., *La responsabilità patrimoniale tra modelli consolidati e nuove tendenze alla creazione di patrimoni separati. Profili soggettivi e oggettivi*, relazione al Convegno di studi organizzato dal CSM, Roma, 30 settembre-2 ottobre 2002, dattiloscritto.

« alle condizioni di cui al comma precedente, sui proventi, sui frutti di essi e degli investimenti eventualmente effettuati in attesa del rimborso al finanziatore, non sono ammesse azioni da parte dei creditori sociali; alle medesime condizioni delle obbligazioni nei confronti del finanziatore risponde esclusivamente il patrimonio separato, tranne l'ipotesi (già ricordata) di garanzia parziale ». A protezione della realizzazione delle opere oggetto di investimento (e dunque della loro futura capacità reddituale) — e, si direbbe, con espansione dell'area dei beni oggetto di separazione — è infine previsto che « i creditori della società, fino al rimborso del finanziamento, sui beni strumentali destinati alla realizzazione dell'operazione possono esercitare esclusivamente azioni conservative a tutela dei loro diritti ».

e) Anche questa forma di separazione patrimoniale è tuttavia « quasi perfetta » e non perfetta. Il comma 6 dell'art. 2447-*decies* prevede infatti che « se il fallimento della società impedisce la realizzazione o la continuazione dell'operazione » non si ha la sola liquidazione del patrimonio (come conseguirebbe ad un regime di separatezza perfetta) ma « cessano le limitazioni di cui al comma precedente e il finanziatore ha diritto di insinuazione al passivo per il suo credito », beninteso al netto delle somme già percepite a titolo di proventi (e accessori) dedicati.

f) Merita infine osservare che del finanziamento deve essere indicato il « tempo massimo di rimborso, decorso il quale nulla è più dovuto al finanziatore ». Non è tuttavia chiaro se, nelle intenzioni, questa previsione voglia impedire anche una durata lunghissima del finanziamento o una sua durata pari alla durata della società finanziata e se essa in qualche modo intenda ostare alla remunerazione del finanziamento, in tutto o in parte, non già con interessi bensì con clausole parziarie di partecipazione al risultato complessivo dell'affare (una partecipazione al risultato che per vero in parte sembra presupposta già dalla previsione, testé ricordata, che se i proventi generati dall'affare nel periodo di durata del rimborso **convenzionalmente** fissato non fossero sufficienti al rientro, ciò non di meno « nulla più è dovuto al finanziatore »). Sennonché a me sembra che, non essendovi nella specie interessi indisponibili che possano dirsi incisi da siffatte previsioni in punto di durata o di remunerazione del finanziamento, meglio valga ritenere che anche questi profili siano rimessi all'autonomia negoziale.