

Marco Lamandini

**AUTONOMIA NEGOZIALE E VINCOLI
DI SISTEMA NELLA EMISSIONE DI
STRUMENTI FINANZIARI DA PARTE
DELLA SOCIETÀ PER AZIONI E DELLE
COOPERATIVE PER AZIONI**

Estratto



AUTONOMIA NEGOZIALE E VINCOLI DI SISTEMA
NELLA EMISSIONE DI STRUMENTI FINANZIARI
DA PARTE DELLE SOCIETÀ PER AZIONI
E DELLE COOPERATIVE PER AZIONI (*)

SOMMARIO: 1. Autonomia negoziale e tripartizione delle fattispecie. — 2. La difficile, ma necessaria, ricerca dei vincoli di sistema. — 3. Dalla disciplina ai principi ordinamentali. — 4. L'azione come fattispecie necessaria: i tratti tipologici. — 5. Il voto: diritto esclusivamente azionario ma non necessario. — 6. La graduabilità dei diritti amministrativi spettanti all'azione. — 7. La graduabilità dei diritti patrimoniali spettanti all'azione: in particolare *a*) l'imperfetta traduzione in regole del principio di correlazione potere e rischio e *b*) le azioni correlate. — 8. Le obbligazioni: quali vincoli di sistema per obbligazioni subordinate e partecipanti? — 9. Il problema dei limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni. — 10. La fattispecie intermedia: i titoli di partecipazione. — 11. I limiti « tipologici ». — 12. I vincoli impliciti di sistema all'emissione dei titoli di partecipazione. — 13. Gli strumenti finanziari « lucrativi » emessi dalle cooperative per azioni. — 14. La futura quotazione delle azioni cooperative.

1. È considerazione comune che uno dei tratti più significativi della riforma è quello che investe la struttura finanziaria delle società di capitali. Il legislatore delegato, infatti, dando attuazione « intensa » e, per certi aspetti, « fantasiosa » alla legge delega, ha inciso molto profondamente sulla disciplina delle azioni e delle obbligazioni e ha altresì introdotto un *tertium genus* di strumenti finanziari intermedi, che con mano non troppo felice ha designato con l'espressione di genere « strumenti finanziari » volendo tuttavia intendere « strumenti ibridi » o (quando non dematerializzati) « titoli o certificati di partecipazione ». Il tratto caratteristico della riforma sta naturalmente nel fatto che è rimesso all'autonomia statutaria un potere di graduazione e modulazione dei diritti patrimoniali e amministrativi spettanti alle azioni e alle obbligazioni molto più ampio che in passato, a cui si associa la facoltà di emettere altrettanto liberamente strumenti « atipici »

(*) Relazione tenuta al convegno di studi organizzato dal Consiglio Superiore della Magistratura su « La riforma del diritto societario », Roma, Villa Carpegna, 24-26 febbraio 2003.

— e oggi non più tali, bensì « tipici a contenuto atipico » (secondo la felice espressione di Giuseppe B. Portale, riferita alle azioni di risparmio introdotte dal t.u.f.) — in cui incorporare pretese di natura patrimoniale e diritti di natura amministrativa non tipizzati dal legislatore ma rimessi alla libera negoziazione tra la società e i primi sottoscrittori degli strumenti.

2. Le nuove norme — proprio perché modificano assai significativamente il tradizionale assetto normativo della fattispecie azionaria e obbligazionaria abbandonando il modello « costrittivo » fatto proprio, anche e soprattutto per ragioni di *standardizzazione*, dal codice del 1942 a favore di un modello « elastico » che si direbbe quasi interamente rimesso all'autonomia negoziale e in cui le poche e laconiche norme di « tipizzazione » sembrano in verità avere contenuto non imperativo bensì dispositivo ed esemplificativo (fissando così un regime di « *default* » orientativo per la prassi statutaria e negoziale piuttosto che non precisi vincoli all'autonomia contrattuale) — impongono un notevole, eppur necessario, sforzo interpretativo diretto a raccordare la nuova libertà con i vincoli di sistema che governano la materia. Si tratta purtroppo di un esercizio reso molto difficile dall'assenza di univoche indicazioni normative contenute nel testo riformato, in cui *malauguratamente* il meritorio ampliamento degli spazi rimessi al « free bargaining » non si è accompagnato, come avrebbe invece dovuto, anche alla luce delle migliori esperienze straniere, alla definizione normativa di alcuni principi cardine, che spetta dunque ora all'interprete individuare e valorizzare. Questo esercizio ha tuttavia grande importanza ai fini della corretta applicazione della disciplina ed è — credo — quanto verrà chiesto, già nei primi anni di vigenza della nuova disciplina, alle nostre corti. È questo, del resto, un ruolo che si deve supporre il legislatore abbia consapevolmente demandato al giudice e agli interpreti, ben sapendo che la sostituzione di « tipi imperativi » con « fattispecie aperte » inevitabilmente accresce il ruolo di agiudicazione di interessi attribuito — nelle sedi contenziose — ai giudici. E ciò non solo nelle ipotesi di incompletezza contrattuale della fattispecie autoregolata ma anche nella individuazione dei limiti esterni di sistema all'esercizio dell'autonomia negoziale stessa.

3. In questa nostra ricerca dei (residui) principii imperativi che dovrebbero funzionare da pietre di confine nella definizione del perimetro delle fattispecie azionaria, obbligazionaria ed ibrida, conviene naturalmente partire da una ragionata illustrazione della nuova disciplina di diritto positivo di ciascuna fattispecie, per precipitarne poi le (spesso solo implicite) regole « ordinamentali » generali e specifiche. Ciò che sarà possibile talora

guardando a ciascuna fattispecie isolatamente considerata e talaltra valorizzando viceversa il rapporto esistente tra le tre diverse fattispecie.

4. Conviene prendere le mosse dalla fattispecie azionaria, anche perché essa costituisce, e continua a costituire, l'unica *fattispecie necessaria* tra quelle indicate. Resta infatti confermato, anche dalla riforma, che la società per azioni ha necessariamente un capitale sociale, il cui ammontare minimo è fissato dall'art. 2327 e al quale continua ad essere assegnata una fondamentale funzione organizzativa. Dall'esistenza del capitale discende tuttora la conseguenza, altrettanto necessaria per il tipo s.p.a. (e riflessa negli artt. 2328, n. 5 e 2346, comma 2°), della ripartizione dello stesso in frazioni minime (oggi dotate o non dotate di valore nominale, ai sensi dell'art. 2346, comma 3°), non ulteriormente divisibili (art. 2347), le quali da un punto di vista tipologico si connotano oggi — rispetto agli altri titoli ibridi di quasi capitale — proprio *esclusivamente*, si direbbe (e sul punto si tornerà *infra*), per il dato « formale » (cui peraltro si collegano importanti conseguenze sostanziali in dipendenza della funzione organizzativa attribuita al capitale) dell'imputazione a capitale dell'apporto rappresentato dall'azione. In altri termini, quando l'art. 2346, comma 1° prevede che « la partecipazione sociale è rappresentata da azioni », ciò va inteso nel senso che « apporti » (che è qui tradizione definire conferimenti) imputati a capitale non possono che essere rappresentati da azioni e costituiscono la partecipazione sociale. Tra azione e conferimento a capitale v'è dunque piena corrispondenza biunivoca, di modo che non può esservi l'uno senza che si abbia l'altro. Naturalmente dall'imputazione a capitale discendono importanti conseguenze organizzative che si traducono poi in diritti necessari spettanti all'azione.

a) Innanzitutto il diritto insopprimibile alla partecipazione agli utili e l'insopprimibile obbligo di partecipazione alle perdite (nei limiti del conferimento) e, mi parrebbe, il diritto al residuo netto di liquidazione (secondo quanto previsto dall'art. 2350, comma 1°). I primi sono senz'altro insopprimibili per via di autonomia negoziale stante il divieto di patto leonino. Il terzo diritto sembrerebbe anch'esso indisponibile in base all'art. 2350, comma 1° che prevede che « ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione ». È bensì vero che la norma si conclude con una clausola di salvezza per il regime eventualmente fissato dallo statuto per le speciali categorie di azioni, ma ciò — almeno dal punto di vista letterale — con esclusivo riferimento ad eventuali « diritti » stabiliti a favore delle categorie speciali di azioni e non invece con riguardo a doveri devolutivi che sono peggiorativi

e non migliorativi del regime legale fissato per il socio ordinario. Un argomento di segno opposto potrebbe tuttavia individuarsi nel regime, di nuova introduzione, dei conferimenti diseguali di cui all'art. 2346 comma 4° i quali introducono per la prima volta anche nel contesto dei conferimenti di capitale lo schema tipologico del contratto a favore di terzo. Potrebbe così sostenersi che, allo stesso modo in cui è consentito ad un socio rinunciare in sede di costituzione a parte del proprio conferimento a favore di terzo, mediante assegnazione immediata ad altro socio di un numero di azioni superiore a quelle rivenienti dal suo conferimento, la stessa rinuncia dovrebbe potersi avere in sede di liquidazione. In fondo la nuova norma dell'art. 2346 comma 4° sembra esprimere il principio della disponibilità da parte del socio del diritto alla restituzione del conferimento iniziale, e la circostanza che il diritto sia disposto in fase iniziale attraverso una diseguale attribuzione di azioni o in fase di liquidazione, con previsione per le azioni della categoria speciale della non spettanza di alcun diritto alla restituzione del conferimento iniziale, non sembrerebbe introdurre una differenza di fattispecie meritevole di diversa considerazione legislativa. Tuttavia, se anche si volesse così ragionare — e di conseguenza si volesse da ciò argomentare il carattere solo dispositivo e non imperativo dell'art. 2350, comma 1° — rimane, mi sembra, la necessità che all'azionista spetti comunque un diritto alla restituzione del supero netto di liquidazione, giacché — per non aversi violazione del divieto di patto leonino — mi pare che la rinuncia alla quota di patrimonio netto di liquidazione possa al più estendersi a quanto oggetto di conferimento iniziale, senza in alcun modo poter investire la differenza positiva tra il supero netto di liquidazione spettante pro quota all'azione e quanto oggetto di conferimento iniziale. Tale differenza di supero netto rappresenta infatti e pur sempre utile del complessivo esercizio e la sua integrale rinuncia mi pare che andrebbe valutata secondo i medesimi criteri (già considerati) che attengono alla rinuncia all'utile. Resta naturalmente aperto l'interrogativo se si abbia violazione del divieto di patto leonino nell'ipotesi in cui il socio abbia un diritto agli utili durante la vita della società ma non in sede di liquidazione o viceversa non abbia diritto ad alcun utile durante la vita della società ma abbia diritto al supero netto di liquidazione in sede di scioglimento: interrogativo che a tutta prima potrebbe forse apparire solo teorico, ma che probabilmente non è tale, specie con riguardo a società che costituiscano « special purpose vehicle » di iniziative imprenditoriali singolari e di durata limitata e rispetto al quale anche una risposta più permissiva potrebbe non apparire irragionevole.

b) In secondo luogo, il diritto alla « liquidabilità » dell'investimento, tramite ora l'insopprimibile diritto di recesso dalla società nei casi indicati

dal primo comma dell'art. 2437 (con il corrispondente diritto alla liquidazione anticipata delle azioni) ora il diritto alla circolazione delle azioni, nei limiti tuttavia (ed ora significativi) di cui al nuovo art. 2355-bis (che ne consente l'esclusione *ad tempus*). Obiettivamente incerto diviene invece, mi pare, il carattere indisponibile o viceversa disponibile anche *ex ante* del diritto al mantenimento della percentuale complessiva di partecipazione in caso di aumento di capitale, e dunque il diritto di opzione spettante nei limiti di quanto previsto dall'art. 2441 c.c. (che prevede, in aggiunta alle tre tradizionali deroghe già previste dal previgente testo, l'ulteriore eccezione valida per le sole società con azioni quotate di cui all'art. 2441, comma 4°). Se da un lato l'art. 2441 sembra categorico nell'affermare che « le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute » e la procedura di offerta in opzione disciplinata dall'art. 2441 sembra indicare che il legislatore intende attribuire al socio la possibilità di valutare in concreto la convenienza o meno di esercitare il diritto una volta che il diritto è divenuto effettivamente attuale e per almeno trenta giorni, dall'altro lato — a fronte del riconoscimento dell'autonomia statutaria come principio ordinamentale nelle relazioni tra i soci e nella modulazione degli strumenti finanziari partecipativi — potrebbe argomentarsi che, pur in assenza di una espressa clausola di rinvio ad eventuali regimi derogatori previsti in statuto, gli azionisti ben potrebbero convenire in anticipo, in sede di emissione, la rinuncia al diritto di opzione. La questione che a riguardo si pone (e che ritroveremo *infra*) è dunque quella di chiedersi se il legislatore, con la previsione dell'art. 2441, voglia proteggere i soci anche contro se stessi, impedendo cioè loro di assumere decisioni in fase iniziale del rapporto destinate a valere per tutta la durata dello stesso, o viceversa rimetta all'autoresponsabilità di ognuno la protezione dei propri interessi anche futuri.

c) In terzo luogo, l'attribuzione quantomeno di alcuni diritti « amministrativi » minori e insopprimibili che, con funzioni di controllo e di protezione dell'investimento, la legge ricollega alla semplice qualità di azionista. Si pensi in specie al diritto di ispezione dei libri sociali di cui all'art. 2422 o al diritto di chiedere il risarcimento del danno derivante da deliberazioni non conformi alla legge o allo statuto quando pur non si abbia il diritto all'impugnazione (art. 2377, comma 3°) o ancora al diritto di impugnare le delibere del consiglio di amministrazione ai sensi dell'art. 2388, comma 3°.

5. Solo questi sono i diritti, mi pare, che necessariamente si ricollegano alla partecipazione sociale con una relazione biunivoca, in forza della

quale ove v'è l'una vi sono gli altri e viceversa. Vi sono poi una serie di altri diritti che possono spettare solo alle azioni e non ad altri strumenti finanziari ma che non necessariamente spettano ad ogni azione. Ciò è particolarmente vero per i « diritti amministrativi maggiori » e segnatamente la partecipazione alle assemblee generali dei soci (con i connessi diritti di convocazione, discussione e rinvio), il diritto di voto nelle medesime assemblee e il diritto di impugnazione delle relative delibere. La loro inscindibile inerente allo *status* di socio è tuttavia rilevante nel quadro del nostro discorso — per quanto non operi più da tratto tipologico della fattispecie azionaria (con la generalizzazione di una conclusione cui si era già pervenuti, nel contesto delle società quotate, con riguardo alle azioni di risparmio) — in quanto segna un limite invalicabile all'autonomia negoziale nello strutturare i diritti partecipativi spettanti ai possessori di titoli ibridi di quasi capitale. E la ragione di questa scelta regolatoria deve ancora oggi individuarsi, seppur in un contesto in cui le diverse fattispecie partecipative sono meno nettamente differenziate tra loro, nel principio di natura imperativa secondo cui il governo dell'attività sociale — quale si riflette nella nomina e revoca degli amministratori e nella adozione delle scelte fondamentali che investono struttura e funzionamento dell'organizzazione collettiva — deve spettare ai soci e non ad altre categorie di finanziatori dell'impresa.

6. Ciò non di meno, le modalità di esercizio in concreto di questi diritti sono significativamente modulate in base al nuovo regime. Non solo infatti si assiste ad una *graduazione legale* ben più significativa che in passato del diritto di impugnativa, ma notevole è anche il potere di *graduazione statutaria* del diritto di voto ora — a mio modo di vedere assai opportunamente — consentito dall'art. 2351. Questa norma consente infatti allo statuto di prevedere « la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti (da intendersi, tra quelli di competenza dell'assemblea generale dei soci, in sede ordinaria o straordinaria), con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative ». La norma è tuttavia purtroppo errata, a mio modo di vedere, nel terzo comma, ove esclude la possibilità di deroga al meccanismo del voto ponderale per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, consentendo solo alle società chiuse l'adozione dei tetti azionari e del voto scalare. Da un lato, infatti, la norma così facendo (seguendo con tutta evidenza una suggestione tedesca) impedisce l'adozione della forma della « public company » alle società quotate, quando l'esperienza italiana anche recente aveva dato segni di interesse verso questo modello di democrazia economica in genere conseguito proprio attraverso la

previsione di tetti azionari; dall'altro lato questo fa, trasponendo in Italia un divieto che in Germania era stato introdotto al fine di assicurare il pieno rispetto del principio « one share one vote » e al fine di evitare che i tetti azionari divenissero ostacolo alla contendibilità del controllo, senza tuttavia avvedersi che questo stesso risultato era già stato conseguito, per le società quotate cui il divieto dell'art. 2351, comma 3° si applica, dall'art. 212 del t.u.f. attraverso la previsione del ben più congruo strumento della « *break through* » rule (di tradizione francese). Dispone infatti la citata norma che: « La clausola che prevede un limite di possesso decade comunque allorché il limite sia superato per effetto di un'offerta pubblica di acquisto promossa ai sensi degli articoli 106 o 107 del testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari, emanato ai sensi dell'art. 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 ». Questa scelta del legislatore della riforma risulta del resto viepiù incongrua se si tiene conto del fatto che già il 2 ottobre 2002 era nota la nuova proposta di direttiva comunitaria in materia di offerte pubbliche di acquisto, la quale affronta e risolve il medesimo problema regolatorio prevedendo come regime armonizzato la soluzione italiana di cui all'art. 212 t.u.f. (ora da ritenersi abrogato dalla norma dell'art. 2351). È noto del resto che uno dei tratti più critici e obiettivamente sciatti della riforma attiene proprio al rapporto tra le nuove norme di diritto societario generale e quelle speciali dettate dal t.u.f. Se ne ha ulteriore riprova nella disciplina delle azioni senza diritto di voto che, del tutto incongruamente, in base all'art. 145 t.u.f. possono emettersi solo a fronte dell'attribuzione di un privilegio patrimoniale mentre in base all'art. 2351 possono emettersi, da parte delle società non quotate, anche senza privilegi di natura patrimoniale: così aumentando lo « scalino » normativo tra quotate e non quotate, la riduzione del quale era uno degli obiettivi dichiarati della riforma.

7. Alla graduabilità statutaria del diritto di voto corrisponde una integrale graduabilità statutaria dei diritti patrimoniali, nel rispetto beninteso del principio di graduazione per categoria e dei limiti imperativi considerati *supra* al punto 4 a). In proposito spetterà dunque agli statuti e alle delibere di emissione definire natura ed entità dei privilegi, dovendosi peraltro rilevare come: i) l'art. 2348, comma 2° opportunamente precisi che il privilegio (ciò che la norma descrive come « un diritto diverso di categoria ») può consistere anche soltanto nella postergazione quanto all'incidenza delle perdite; ii) l'art. 2350 comma 2° opportunamente precisi che la società può emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore; iii) l'*incipit* dell'art. 2350, comma 2°,

letto congiuntamente con le disposizioni degli artt. 2447-bis ss. e le prescrizioni obbligatorie dettate dalla Seconda direttiva comunitaria, sembra infine consentire (ma il punto è meritevole di ulteriore approfondimento) l'emissione di azioni riferite a patrimoni separati purché il capitale rappresentato da dette azioni non sia isolato, ma solo postergato, nella partecipazione alle perdite della società: ciò che sarà possibile fare solo dando una lettura evolutiva dell'art. 2447-quinquies, comma 1° e ritenendo che la separatezza ivi prevista possa essere derogata per via di autonomia in sede di delibera di costituzione del patrimonio dedicato.

a) Il primo profilo e più in generale il tema della libera graduabilità dei privilegi merita attenta considerazione al fine di riconoscere due importanti limiti di sistema all'autonomia statutaria. In primo luogo, come è ovvio, l'esistenza di categorie speciali di azioni privilegiate in tanto è ammessa in quanto vi sia una categoria generale di azioni che non hanno privilegi patrimoniali e che di conseguenza rappresentano una partecipazione « residuale » agli utili e alle perdite. In secondo luogo, permane il limite quantitativo tra azioni a voto pieno e azioni a voto limitato di modo che almeno la metà delle azioni emesse dalla società devono avere diritto di voto nell'assemblea ordinaria. Ciò significa che, da un punto di vista normativo, continua a non essere qualificata come « necessaria » la fattispecie « socialmente tipica » dell'azione ordinaria che al tempo stesso vanta pretese residuali di natura patrimoniale e diritto di voto in assemblea ordinaria, dato che, come in passato, si possono avere azioni « privilegiate » a voto pieno e, a differenza del passato, azioni « ordinarie » dal punto di vista patrimoniale senza diritti di voto o con diritti di voto limitati. È così piuttosto prevedibile che, nel rinnovato contesto dell'autonomia statutaria e della più ampia declinazione dei diritti partecipativi attribuiti alle azioni, ove le imperfezioni di mercato lo consentano, i gruppi di comando possano trovare nella possibilità di emettere azioni « ordinarie » a voto limitato e escluso un interessante e ulteriore strumento per l'infeudamento del controllo e l'estrazione dei consueti, e socialmente assai nocivi, benefici privati. Ciò a meno di non voler dare contenuto precettivo al principio — che si ritiene immanente nel sistema e di cui lo stesso ultimo periodo dell'art. 2351, comma 2° è la più chiara espressione — di correlazione potere/rischio e di teorizzare che, coerentemente con i risultati cui si perviene in sede di analisi economica del diritto, il detto principio non richiede solo che chi ha poteri di governo (attraverso il voto) abbia conferito una quota significativa di capitale, ma che corra il rischio residuale dell'investimento (e dunque possieda azioni non privilegiate o almeno non postergate nelle perdite). Un

percorso tuttavia tanto corretto in termini teorico-analitici, quanto arduo in base alle norme di diritto positivo dettate dal legislatore della riforma.

b) Quanto alle « azioni fornite di diritti correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore », è necessario considerare che esse esprimono una considerazione « divisionale » sotto il profilo reddituale dell'attività d'impresa svolta dalla società, tant'è che — per la prima volta — 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 separato di cui all'art. 2447-bis, con il quale si impone un necessario raccordo sistematico — « i diritti attribuiti alle azioni correlate ». Con un limite di natura patrimoniale 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, comma 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 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 ed immediata del capitale, le perdite degli altri settori incidranno, 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 sia rispetto ai patrimoni destinati sia 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 a giudicare dalle esperienze straniere), anche sulla definizione dei diritti amministrativi spettanti a tali azioni. 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 « voce » 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. 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 » — prevedere almeno taluni 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. Una grave limitazione in tal senso è tuttavia rappresentata dall'incongrua previsione (prima d'ora considerata) dell'art. 2351, comma 3°, là dove vieta alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (che saranno tipicamente quelle maggiormente interessate all'emissione di azioni correlate) di avvalersi, allo scopo della periodica riallocazione dei diritti di voto, dei tetti azionari e degli scaglionamenti. Sarà viceversa 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 infine anche possibile che lo statuto, nel definire « i diritti attribuiti alle azioni correlate » e « le modalità di rendicontazione » inerenti al settore correlato possa spingersi 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 correlati, i quali operino come fiduciari diretti di costoro, seppure sotto il controllo e la direzione strategica (« l'alta amministrazione ») dell'organo amministrativo. 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).

8. Veniamo ora alle obbligazioni. Anche qui il legislatore rende « elastica » la fattispecie, consentendo espressamente, all'art. 2411, l'emis-

sione di obbligazioni postergate nonché l'emissione di obbligazioni rispetto alle quali i tempi e l'entità del pagamento degli interessi (come nel caso delle obbligazioni partecipanti) o della restituzione del capitale (come nel caso delle obbligazioni irredimibili) possono « variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società ». Rispetto a queste nuove fattispecie « tipiche a contenuto atipico » si pongono tuttavia almeno tre problemi interpretativi che il legislatore italiano — a differenza di altri legislatori — ha ritenuto di non dover regolare in modo espresso.

a) La prima questione attiene al grado massimo di postergazione attribuibile alle obbligazioni nella scala delle pretese nei confronti della società. L'art. 2411 comma 1° nel precisare che la subordinazione del credito opera rispetto « alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società » svolge, mi pare, una funzione orientatrice importante valendo ad escludere che la subordinazione possa spingersi fino al punto di confondere i piani delle pretese restitutorie patologicamente eventuali (quelle corrispondenti al capitale di debito) con quelle delle pretese fisiologicamente eventuali (quelle corrispondenti al capitale di rischio). Non sembra in altri termini che si possano emettere obbligazioni postergate che vantino pretese restitutorie successive alla più postergata delle pretese azionarie. Resta tuttavia da chiedersi se questo stesso principio si applichi anche alle obbligazioni irredimibili di cui all'art. 2411 comma 3°, come è probabile ma non del tutto certo, anche in considerazione dell'incomprensibile riferimento in esso contenuto alla « disciplina del presente capo » (invece che « alla disciplina della presente sezione »).

b) La seconda questione attiene alla competenza dell'organo chiamato ad emettere le obbligazioni. Eccezion fatta per le obbligazioni convertibili (per le quali gli artt. 2420-*bis* e *ter* confermano la competenza dell'assemblea straordinaria e la delega agli amministratori), l'art. 2410, comma 1° rimette il potere di emettere obbligazioni agli amministratori « se la legge o lo statuto non dispongono diversamente ». V'è tuttavia da chiedersi se la competenza degli amministratori ricorra anche nell'ipotesi in cui la remunerazione delle obbligazioni sia parametrata agli utili conseguiti dalla società. In questo caso, infatti, malgrado la diversa natura della remunerazione dell'investimento, vi è nella sostanza un concorso tra azionisti e obbligazionisti sugli utili che è idoneo in qualche misura ad incidere sulle aspettative di redditività dei soci. Per questa ragione il legislatore tedesco prevede, al § 221 AktG, che le *Gewinnschuldverschreibungen* possono essere emesse solo dall'assemblea straordinaria dei soci con la maggioranza di tre quarti del capitale rappresentato in assemblea, consentendo allo statu-

to di fissare altre maggioranze e imporre, se del caso, altri e più restrittivi requisiti. V'è dunque da chiedersi se anche da noi, pur nel silenzio del legislatore, non sia immanente nel sistema un principio secondo cui l'emissione di strumenti finanziari che a qualunque titolo parametrano la remunerazione agli utili spetti agli azionisti. Credo che a questo risultato interpretativo possa pervenirsi in considerazione della possibile (e a mio modo di vedere, auspicabile) 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 (non a caso il già citato § 221 AktG sottopone alla medesima disciplina obbligazioni partecipanti, obbligazioni convertibili e « *Genußscheine* »). Del resto, le obbligazioni irredimibili spesso altro non sono che obbligazioni le quali contengono un meccanismo di conversione non facoltativo bensì automatico.

c) Ove si ritenesse di accogliere l'idea qui suggerita secondo cui la disciplina dettata espressamente per le obbligazioni convertibili è in realtà di generale applicazione a tutte le obbligazioni « ibride » di quasi capitale, essa presenterebbe due ulteriori ricadute applicative di grande rilevanza. Innanzitutto, conformemente a quanto avviene in Germania in base al § 221 (4), tali obbligazioni dovrebbero essere offerte in opzione ai soci ai sensi dell'art. 2441, comma 1°. In secondo luogo la loro emissione potrebbe essere delegata agli amministratori solo nelle forme, rigorose, della delega di cui all'art. 2420-*ter*.

9. Un'ulteriore questione che merita di essere sottolineata attiene ai limiti di emissione. Essi sono stati significativamente ridotti e, nel caso delle società quotate, addirittura rimossi, rimettendo così al mercato il compito di disciplinare questo profilo. Questa soluzione, che è pienamente coerente con una « filosofia » regolatoria ispirata alla sola trasparenza, desta perplessità sotto il profilo della coerenza rispetto all'obiettivo di correlazione potere/rischio che pure il legislatore italiano (molto opportunamente) ha ritenuto di confermare (sia pure con i limiti sopra indicati) all'art. 2351 con riguardo al rapporto tra categorie di azioni. È ben noto, infatti, che il limite all'emissione di obbligazioni non aveva il significato, a lungo tradizionalmente ma erroneamente attribuitovi, di garanzia dei possessori di obbligazioni bensì operava — e tuttora opera — come limite alla dissociazione tra potere e rischio. Si è sempre voluto evitare, in altri termini, che azionisti di controllo che avessero provveduto ad una piccola parte del fabbisogno finanziario della società rispetto alla ricchezza complessiva fornita da altri sottoscrittori di strumenti finanziari potessero gestire la società senza corre-

re un rischio d'impresa corrispondente al potere. È bensì vero che, dato il carattere di regola tendenziale e non assoluta del principio di correlazione tra potere e rischio, in termini regolatori è difficile dire se l'ottimo stia in un approccio alla questione fondato su regole costrittive, che fissano *ratios* obbligatori tra fornitori di capitale e di debito cartolarizzato o su regole di trasparenza. Negli ordinamenti anglosassoni, quest'ultima è la via che viene a tutt'oggi percorsa, lasciando sempre al mercato il compito di valutare l'equilibrio tra le categorie di strumenti finanziari emessi (salvo però un intervento sanzionatorio *ex post* in ipotesi di sopravvenuto fallimento quando risulti un « leverage » squilibrato). Negli ordinamenti continentali prevale il secondo approccio. Può apparire dunque singolare che il nostro ordinamento segua ora, con riguardo al rapporto tra categorie di azioni, il secondo approccio (e lo faccia con particolare forza proprio con riguardo alle società quotate, vietando tetti azionari e voto scalare) mentre segua il primo con riguardo alle obbligazioni, ma solo se emesse proprio da società quotate.

10. Resta da ultimo da considerare la categoria intermedia degli strumenti finanziari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, positivamente disciplinata dagli artt. 2346, ult. co., 2349, comma 2° e 2351 ult. co. Si tratta, all'evidenza, della fattispecie più ampiamente rimessa all'autonomia negoziale e alla contrattazione singolare tra la società e i sottoscrittori dei titoli, atteso che il legislatore si limita qui a disporre solo una disciplina di cornice, senza apprestare (se non per il caso degli « ibridi » rappresentativi di apporti a patrimonio destinato) alcuna organizzazione collettiva dei possessori degli strumenti (come invece esso fa, come è noto, tanto per gli azionisti di categoria speciale quanto per gli obbligazionisti) e rimettendo allo statuto il compito di disciplinarne « condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione ». Ciò conferma la natura di fattispecie « residuale » degli strumenti in esame, sollevando tuttavia qualche dubbio di opportunità sistematica: mentre infatti nelle esperienze straniere che hanno costituito il modello di riferimento per l'introduzione anche da noi di titoli « ibridi », l'ampiezza della categoria residuale si accompagna in genere ad una certa tipizzazione imperativa delle fattispecie azionaria e obbligazionarie, altrettanto non può più dirsi che avvenga in Italia a seguito della riforma, dove sia la azione sia l'obbligazione sono ormai tipi elastici. Ne segue che a fronte di tre fattispecie a contenuto così atipico potrà ora risultare difficile la riconduzione della singola fattispecie concreta alla sua esatta disciplina (e ciò verosimilmente soprattutto nel rapporto tra obbliga-

zioni e ibridi, se è vero — come io credo — che l'elemento formale dell'imputazione a capitale costituisce il tratto tipologico comunque distintivo dell'azione). Sarà inoltre spesso possibile eludere le discipline imperative dettate per il capitale e per il prestito obbligazionario semplicemente modellando gli strumenti in modo da evitare i tratti tipologici essenziali delle due fattispecie di base.

11. I limiti imposti dal legislatore della riforma all'autonomia negoziale nella definizione del contenuto di questi strumenti sono essenzialmente due.

a) Da un lato, i titoli partecipativi possono emettersi solo a fronte di un apporto, il quale tuttavia — non essendo imputato né imputabile a capitale — non subisce le limitazioni imposte dalla Seconda direttiva e dunque può consistere « anche » (senza cioè che ciò escluda la possibilità di liberazione degli strumenti in denaro o beni in natura) nell'apporto « di opera o servizi ».

b) Dall'altro lato, i titoli partecipativi, pur potendo avere diritti amministrativi, pur potendo essere loro riservata la nomina extraassembleare di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o di sorveglianza o di un sindaco e pur potendo vantare il diritto di voto su argomenti specificamente indicati, non possono avere il diritto di voto in assemblea generale dei soci.

12. Questa laconica disciplina lascia tuttavia aperti una serie di interrogativi, la cui soluzione non può che dipendere che da valutazioni sistematiche.

a) In primo luogo, v'è da chiedersi in che modo vadano appostati a bilancio gli apporti e se l'apporto debba o non debba essere restituibile e con quale grado di preferenza nella scala delle pretese. A giudicare dall'esperienza tedesca dei « *Genüßscheine* » credo che all'autonomia negoziale spetti primariamente il compito di regolare questi aspetti, dovendosi peraltro ritenere che dalla conformazione dei diritti patrimoniali in concreto prescelta per via di autonomia negoziale derivino diverse conseguenze anche in punto di disciplina legale e contabile. 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 verosimilmente imputarsi a patrimonio, dando luogo ad una pretesa di quasi capitale (secondo il modello degli « *aktienähnliche Genüßscheine* » 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, 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 alla posta costituita da apporti di « quasi capitale » imputati a patrimonio. Se viceversa si prevede la restituzione a certa data (sia pure subordinata), ne risulta enfaticamente la prossimità tipologica di questi strumenti (in Germania detti « *obligationsähnlich* » e che noi chiameremo nel seguito, convenzionalmente, « titoli di partecipazione di debito ») con le obbligazioni, sicché l'apporto andrà appostato al passivo alla voce D, al numero 7 come « debiti rappresentati da titoli di credito » e la differenziazione rispetto alle vere e proprie obbligazioni potrà fare leva essenzialmente sull'attribuzione ai titoli partecipativi di diritti amministrativi che non sono viceversa attribuibili alle obbligazioni.

b) In secondo luogo, per i titoli « di quasi capitale », v'è da chiedersi in che modo le pretese si differenzino, e debbano differenziarsi, da quelle delle azioni. Nessun dubbio mi pare possa esservi che anche i titoli partecipativi possono partecipare agli utili e alle perdite, là dove la remunerazione sia in funzione dei risultati aziendali e l'apporto risulti non soggetto ad alcun obbligo di restituzione in caso di risultato netto di liquidazione negativo. Deve allora necessariamente esservi un grado di priorità di questi strumenti rispetto all'ultima delle categorie di azioni postergate nella partecipazione alle perdite? Coerenza di sistema forse lo richiederebbe, nella misura in cui si enfaticasse il ruolo ordinamentale del principio di correlazione potere e rischio e si potesse assumere che, sotto il profilo del governo, l'ultima delle categorie di azioni ha maggiori diritti amministrativi della prima delle categorie di titoli partecipativi. Senonché non è questo necessariamente il caso, perché possono aversi azioni senza voto e titoli partecipativi con diritti amministrativi, ivi compreso il diritto di nomina extraassembleare di un amministratore. Ne segue che il principio ordinamentale di correlazione potere e rischio è idoneo verosimilmente solo a fondare una regola,

del tutto corrispondente a quanto si legge all'art. 656 f) del codice svizzero delle obbligazioni secondo cui « gli statuti non possono collocare i titoli di partecipazione, nella scala dei diritti di preferenza sugli utili e al supero netto di liquidazione, in posizione peggiore degli azionisti ». Non è in altri termini possibile addossare a questi strumenti finanziari un rischio maggiore che agli azionisti. Non mi sembra tuttavia possibile fissare una regola ulteriore, che ad esempio imponga di prevedere una preferenza patrimoniale rispetto alle pretese degli azionisti con diritto di voto in assemblea ordinaria. Come già si è osservato, il legislatore della riforma ha improvvidamente reciso il (pur già prima non assoluto) legame tra preferenza e voto in assemblea ordinaria di modo che non v'è spazio per teorizzarne l'esistenza nel rapporto tra azioni e titoli di partecipazione.

c) In terzo luogo, v'è da chiedersi se vi sia spazio per ritenere applicabile anche ai titoli di partecipazione la soglia massima del 50% del capitale sociale come limite quantitativo all'emissione, dando applicazione analogica all'art. 2351, comma 2°. La risposta mi pare che debba essere senz'altro negativa per i titoli di partecipazione privi di diritti di amministrazione mentre possa essere di diverso segno, malgrado quel limite sia espressamente dettato solo per le azioni, per i titoli di partecipazione che attribuiscono significativi diritti amministrativi, atteso che quella regola è espressione del principio generale di correlazione potere/rischio che deve presiedere all'allocatione di prerogative di governo sociale. Certo l'importanza del tema avrebbe senz'altro richiesto l'introduzione di un limite espresso, sulla falsariga di quanto ad esempio si legge all'art. 656 b) del codice delle obbligazioni svizzero.

d) In quarto luogo, v'è da interrogarsi circa la competenza ad emettere gli strumenti. In proposito, per le medesime ragioni più sopra illustrate al paragrafo 8 b), riterrei che, pur nel silenzio del legislatore, si debba applicare analogicamente la disciplina dettata per l'emissione di obbligazioni convertibili ogni qualvolta siano emessi titoli di partecipazione « di quasi capitale ». Che di conseguenza il potere di emissione spetterà agli amministratori o potrà comunque essere allocato agli stessi dallo statuto e dal medesimo disciplinato nelle sue forme procedurali in difformità rispetto alle regole imperative fissate per l'emissione di obbligazioni convertibili solo ove si tratti di titoli « di partecipazione di debito ». Resta naturalmente salva la competenza speciale fissata dall'art. 2349 comma 2°, che peraltro si giustifica per ragioni particolari, ed essenzialmente per il fatto che, in quel contesto, si provvede all'assegnazione straordinaria di utili.

e) Lo stesso ordine di considerazioni dovrebbe a mio modo di vedere orientare l'interprete con riguardo all'attribuzione necessaria ai soci, per

il solo caso di emissione di titoli di partecipazione « di quasi capitale » del diritto di opzione, *ad instar* (e in applicazione analogica) della *regula iuris* di cui all'art. 2441.

f) V'è infine da chiedersi che limiti impliciti si incontrino nell'attribuzione di diritti amministrativi agli strumenti finanziari e come l'attribuzione di tali diritti a questa categoria di strumenti incida sulla « *governance* » societaria. Da un lato va rimarcato che qui, come nel caso delle azioni, il legislatore consente una graduazione dei diritti amministrativi indipendente dalla graduazione dei diritti patrimoniali, di modo che si possono avere titoli di partecipazione « di quasi capitale » senza diritti amministrativi e « titoli di partecipazione di debito » con diritti amministrativi. La graduazione potrebbe risultare ancora maggiore ove i titoli di partecipazione siano emessi a fronte di un patrimonio destinato, giacché in tal caso le prerogative di governo potrebbero verosimilmente « concentrarsi » principalmente su detto patrimonio, fermo restando che la responsabilità di amministrare lo stesso permane in capo all'unitario organo amministrativo della società. Dall'altro lato, la circostanza che il legislatore abbia vietato l'attribuzione del diritto di voto generale in assemblea e abbia specificato che ai possessori di questi strumenti può spettare solo il diritto di nomina extraassembleare di un amministratore « indipendente » sta a significare, a mio modo di vedere (e malgrado le gravi ed obiettive aporie sistematiche che caratterizzano questo aspetto — per vero cruciale — della riforma), che si è inteso vietare che il governo della società possa essere attribuito, per via statutaria, ai possessori di questi strumenti. Ai quali dunque è sì possibile attribuire un diritto di controllo, anche attraverso un componente del consiglio e un potere di veto su argomenti specifici (attraverso la predisposizione statutaria di competenze autorizzatorie di singole materie in capo all'assemblea dei possessori di tali strumenti) ma non è possibile attribuire un ruolo attivo di governo. E ciò, con la conseguenza ulteriore che non sarà consentito allo statuto e all'autonomia contrattuale di articolare l'emissione di strumenti in tante e tali categorie di titoli partecipativi con diritti amministrativi in modo che la somma degli amministratori indipendenti (che in effetti mi pare possano essere più di uno se più di una è la categoria dei titoli partecipativi) costituiscano la maggioranza del consiglio. Resta tuttavia, in termini di analisi economica del diritto, l'incongruità di una simile regola nella misura in cui essa non si accompagna ad una differenziazione anche sul piano patrimoniale delle pretese, idonea ad imporre agli azionisti di governo il ruolo di unici *residual claimants*. Restano poi aperti due ulteriori questioni sempre attinenti al governo. Una prima attiene all'applicabilità analogica, o meno, della disciplina che vieta l'acquisto delle azioni pro-

prie ai titoli che abbiano diritti amministrativi e in particolare il diritto di nominare un amministratore. Se la finalità di quella disciplina è (anche) di impedire che gli amministratori possano perpetuare il proprio potere avvalendosi allo scopo delle risorse della società, la regola va applicata analogicamente anche ai titoli partecipativi con diritti di amministrazione, ritenendo che i diritti amministrativi rimangano sospesi, ove l'esercizio spetterebbe agli amministratori della società. Una seconda questione, di vertice, attiene all'individuazione dell'interesse sociale che un consiglio di amministrazione composto anche di rappresentanti di categorie di finanziatori diversi dai soci è tenuto a perseguire: è forse iniziato, anche sotto questo aspetto (e io credo opportunamente e non diversa mi sembra — da noi — la più recente diagnosi di Pier Giusto Jaeger), un cammino a ritroso rispetto a concezioni puramente contrattualiste dell'interesse sociale, con la definitiva emersione nel contesto associativo di un ruolo sociale anche per *stakeholders* diversi dagli azionisti.

13. Resta da dire, in chiusura, di come questo importante ridisegno degli strumenti finanziari che possono essere emessi dalle società per azioni « reagisca » rispetto alla riforma — non meno significativa — della struttura finanziaria delle società cooperative per azioni. La legge di riforma amplia assai significativamente, in materia di struttura finanziaria delle cooperative, lo spazio rimesso all'autonomia statutaria. E ciò sia per le cooperative a mutualità prevalente sia per le cooperative a mutualità non prevalente. Ed invero:

a) La distinzione tra questi due sotto-tipi di cooperative — da valutarsi alla stregua dei « criteri per la definizione della prevalenza » dettati dall'art. 2513 — incide, in punto di finanza (e prescindendo dall'aspetto fiscale), sotto un triplice profilo. Per le sole cooperative a mutualità prevalente (nel cui ambito peraltro potranno rientrare anche molte grandi imprese cooperative di produzione e lavoro) valgono infatti: i) la previsione di un tetto massimo per i dividendi da distribuire ai soci operatori (2,5% oltre il tasso BPF: dunque un tetto alto rispetto ai tassi correnti: 6,75%+2,5%) e per i dividendi da distribuire ai possessori degli « strumenti finanziari lucrativi » (6,75%+2,5%+2%); ii) il divieto di distribuzione, durante la vita sociale, delle riserve tra i soci operatori; iii) la devoluzione del patrimonio (dedotto capitale e dividendi), allo scioglimento della società, ai fondi mutualistici. Ciò non significa peraltro che le azioni e gli altri strumenti finanziari emessi da questo « tipo » di cooperative non abbiano, né possano avere, un'aspettativa di « capital gain » ma solo un'aspettativa reddituale. Essa sarà tuttavia limitata alle riserve divisibili (che tali saranno solo a favore dei soci finanziatori). Fermi i detti vincoli posti dall'art. 2514,

per entrambi i « sotto-tipi » di cooperative il legislatore delegato, opportunamente « forzando » la delega, ha ritenuto comunque di prevedere le stesse regole circa la definizione del contenuto degli strumenti finanziari. Ciò significa che le regole a contenuto fortemente costrittivo in precedenza dettate dalla l. n. 59 del 1992 in tema di azioni di partecipazione cooperativa e di azioni dei soci sovventori, per quanto non abrogate e dunque certamente ancora applicabili, anche dopo la riforma, se la cooperativa lo ritenga utile, risultano nei fatti « superate » per entrambi i « tipi » cooperativi e assorbite nel più ampio spazio rimesso all'autonomia statutaria.

b) Spetterà dunque all'autonomia statutaria, conformemente all'art. 2526, disegnare il contenuto degli strumenti finanziari. Tra essi — a mio modo di vedere, e malgrado l'improprietà terminologica dell'art. 2526 e il suo generico riferirsi alla nozione generale di « strumenti finanziari », senza meglio specificare che l'espressione è qui intesa non nel suo significato ristretto di cui agli artt. 2346 e 2349 ult. co. bensì nella sua massima estensione relazionale, a ricomprendere (come del resto suggerisce la rubrica, che si riferisce ai « soci » finanziatori) oltre che gli ibridi anche le azioni lucrative — vanno ricomprese anche vere e proprie azioni sottoscritte dai soci finanziatori e imputate a capitale (alla voce, già ora consueta nella prassi delle azioni di sovvenzione e di partecipazione cooperativa, del « capitale soci finanziatori »). Tali azioni potranno emettersi nel rispetto di due soli limiti imperativi (in aggiunta a quello, per le sole cooperative a mutualità prevalente, rappresentato dai requisiti di mutualità sopra descritti) e segnatamente: i) l'intangibilità delle riserve indivisibili; e ii) il divieto di attribuzione del potere di governo della cooperativa a soggetti diversi dai soci cooperatori: i soci finanziatori non possono eleggere infatti più di un terzo degli amministratori (v. artt. 2542 e 2544).

c) Salvo il rispetto dei limiti sopra indicati, la graduazione degli strumenti finanziari potrà essere amplissima e, per le cooperative che assumano a modello il tipo s.p.a., sarà in tutto e per tutto corrispondente a quella disponibile alla s.p.a. Da ciò consegue che la cooperativa potrà emettere, in aggiunta alle azioni « cooperative » sottoscritte dai soci cooperatori: i) azioni « lucrative » i cui diritti potranno essere graduati liberamente sia quanto ai diritti di partecipazione sia quanto ai diritti patrimoniali sia infine quanto alle eventuali condizioni cui è sottoposto il loro trasferimento. A tali azioni, proprio per la loro natura di vere frazioni del capitale, si applicherà il regime del recesso dettato per le s.p.a. di cui all'art. 2437 c.c. così come, è da ritenere, la disciplina « vincolistica » in tema di acquisto e sottoscrizione di azioni proprie di cui all'art. 2357 ss. (dovendosi ritenere applicabile l'art. 2529 alle sole « azioni cooperative »). Mancando una categoria

di azioni « ordinarie » in senso proprio (né potendosi riscontrare tale categoria nelle diverse azioni « cooperative ») non credo invece che si applichi l'art. 2351, comma 2° e il limite del 50% ivi previsto quale rapporto tra azioni a voto pieno e azioni a voto limitato. Per espressa previsione dell'art. 2525, comma 4°, non si applica inoltre a queste « azioni » il limite quantitativo al possesso valido per le sole azioni « cooperative »; ii) titoli di partecipazione i quali non andranno imputati a capitale e potranno avere i diritti patrimoniali e amministrativi previsti per essi nella disciplina delle s.p.a. Anche qui, per espressa previsione dell'art. 2525, comma 4°, non si applica a questi « strumenti finanziari » il limite quantitativo al possesso valido per le sole azioni « cooperative »; iii) obbligazioni e altri titoli ibridi di debito, con il rispetto dei limiti quantitativi di cui all'art. 2412 e con pieno diritto alla sollecitazione all'investimento.

d) Il richiamo della disciplina delle s.p.a. è integrale di modo che la cooperativa potrà emettere anche *azioni correlate*, secondo quanto ora prevede l'art. 2350, ai commi 2° e 3° nonché strumenti finanziari rappresentativi di apporti imputati a *patrimonio destinato* « a finalità industriale » in base agli artt. 2447 *bis-novies*.

e) Come si è anticipato, l'autonomia statutaria consentirà anche di replicare, se lo si riterrà opportuno, i modelli « costrittivi » già consueti delle azioni di partecipazione cooperativa e delle azioni dei soci sovventori. Ovvero di replicare quei modelli con una o più deviazioni. Segnalo solo come, al fine della previsione di meccanismi di rimborso anticipato (in passato consueti specialmente nelle azioni di partecipazione cooperativa), vi siano ora opportunità ulteriori a quelle che finora erano collegate all'attuazione dei programmi pluriennali per lo sviluppo e l'*ammodernamento*: a) la previsione in statuto, essendo consentita di cause di recesso ulteriori rispetto a quelle tipiche (art. 2437 c.c.) nonché una procedura complessa per il « rimborso » del socio uscente, che, facendo leva sull'acquisto della partecipazione da parte degli altri soci, ha il pregio di non essere necessariamente penalizzante per la *patrimonializzazione* della società; b) la previsione di azioni riscattabili (art. 2437-*sexies*). Queste previsioni sono di grande importanza anche da un punto di vista sistematico, se si tiene conto del fatto che il legislatore stesso prefigura l'ipotesi che le azioni « lucrative » e gli altri strumenti finanziari possano essere attribuiti ai soci cooperatori a titolo di distribuzione delle riserve divisibili (art. 2545-*quinquies*, commi 3° lett. a) e 4) o a titolo di ripartizione dei ristorni (art. 2545-*sexies*, ultimo comma). La riscattabilità può pertanto consentire quella agevole liquidabilità dell'investimento azionario — che nel caso degli strumenti finanziari ibridi di quasi capitale o di debito, non essendovi il limite generale dell'art. 2437

c.c. potrà essere anche più liberamente prevista dal regolamento di emissione — che è condizione necessaria perché possa ritenersi non pregiudizievole dell'interesse del cooperatore la sostituzione del denaro con « carta »: una sostituzione d'altro lato che naturalmente si motiva con l'interesse ad una salvaguardia della patrimonializzazione cooperativa.

14. Ma poiché il recesso o il riscatto hanno tempi e oneri significativi e, qualora non si trovino altri soci disponibili all'acquisto, comportano una diminuzione patrimoniale per la cooperativa, merita senz'altro interrogarsi, in conclusione, circa l'opportunità che le « azioni lucrative » e gli altri strumenti finanziari partecipativi o non partecipativi abbiano un mercato secondario in cui possano essere negoziati. E a me pare che, se è corretta la ricostruzione tipologica degli strumenti finora effettuata, non esistano ostacoli alla creazione di un siffatto mercato.

a) Non vi sono ostacoli, a mio modo di vedere, anzitutto alla quotazione sui mercati regolamentati esistenti, ove naturalmente l'emittente presenti i requisiti richiesti dai regolamenti di ammissione. Ciò a condizione che venga chiesta l'ammissione a quotazione (quantomeno) delle « azioni lucrative » con diritto di voto nell'assemblea generale. Da un lato, infatti, la direttiva 2001/34/CE del 28 maggio 2001 qualifica come « emittenti » i cui valori mobiliari possono essere oggetto di quotazione « le società, le altre persone giuridiche e qualsiasi impresa » (non formulando così alcuna limitazione rispetto alle cooperative) e agli artt. 45 ss. impone come condizioni relative alle azioni per la quotazione le sole circostanze che le azioni siano liberamente trasferibili (salva la deroga eventuale di cui all'art. 46, comma 3°, non esercitata da Borsa Italiana s.p.a) e abbiano sufficiente diffusione. Dall'altro lato il regolamento di ammissione di Borsa Italiana: i) consente la quotazione di « azioni, certificati rappresentativi di azioni e altri titoli di capitale di rischio » oltre che di « obbligazioni e altri titoli di debito », con ciò offrendo « copertura » all'ampia panoplia di strumenti finanziari « lucrativi » emettibili dalla cooperativa; ii) dispone che « ad eccezione dei titoli azionari di banche popolari, non possono essere ammesse categorie di azioni prive del diritto di voto nelle assemblee ordinarie se azioni dotate di tale diritto non sono già quotate ovvero non sono oggetto di contestuale provvedimento di ammissione a quotazione ». A questo proposito è tuttavia da ritenere che le azioni « lucrative », per quanto subiscano un meccanismo di limitazione regressiva del voto con il tetto di un terzo dei voti esercitabili nella singola assemblea, abbiano ciò non di meno diritto di voto ai sensi e per gli effetti della menzionata previsione e presentino caratteristiche non dissimili dalle azioni di quelle società per azioni, anche quotate, i cui statuti prevedono dei tetti azionari. Ne segue, a mio modo di

vedere, che — ferma la non quotazione delle azioni « cooperative » — in linea di principio le azioni « lucrative » con diritto di voto sono ammissibili a quotazione, ove la cooperativa presenti i requisiti di capitalizzazione richiesti e gli strumenti siano sufficientemente diffusi. E proprio a questo fine si impone un'interpretazione restrittiva dell'ambigua formula che talora sembra riservare alla sottoscrizione dei soli operatori le azioni « lucrative ». Sotto il profilo dell'organizzazione degli scambi, si renderà semmai opportuno creare un comparto *ad hoc*, in considerazione del fatto che queste azioni hanno limitazioni in tema di voto e di « capital gain » (rispetto alle riserve indivisibili, se si tratta di cooperative non protette) che l'istituzione di un segmento *ad hoc* renderebbe immediatamente evidenti e percepibili al pubblico degli investitori. Si tratterebbe del resto di un segmento probabilmente non piccolo, vuoi per il numero cospicuo di grandi cooperative di produzione e consumo che hanno i requisiti patrimoniali per l'ammissione a quotazione vuoi perché, una volta ammesse a quotazione le azioni « con diritto di voto », sarà poi possibile anche quotare gli ibridi di quasi capitale, sia che siano privi del diritto di voto sia che abbiano il diritto di voto « selettivo » e le limitate prerogative di *governance* previste dall'art. 2346. Lo stesso naturalmente dovrebbe valere per l'ammissione a quotazione delle obbligazioni e degli altri titoli di debito.

b) Poiché Borsa Italiana può respingere la domanda di ammissione « se le caratteristiche dello strumento finanziario siano tali da far ritenere che non possa aver luogo la formazione di un mercato regolare », spetterà specialmente ai fondi mutualistici oltre che agli intermediari finanziari di matrice o di appartenenza cooperativa svolgere un efficace ruolo di *market maker*. Ciò che del resto mi pare possa ritenersi del tutto conforme agli scopi dei fondi mutualistici di cui all'art. 11 della l. n. 59 del 1992 (ricadendo nella « promozione e nello sviluppo della cooperazione » e in specie nella « promozione e nel finanziamento di iniziative di sviluppo della cooperazione ») nonché alla loro specifica missione sociale quale risulta dai rispettivi statuti e regolamenti.

c) A maggior ragione non vi sono ostacoli, io credo, alla creazione di scambi organizzati di questi strumenti finanziaria al di fuori dei mercati regolamentati, beninteso nel pieno rispetto delle prescrizioni dell'art. 78 del testo unico della finanza (e delle disposizione attuative Consob). Mercati che, di nuovo, la categoria potrebbe, attraverso i suoi organi centrali, facilmente istituire, assicurandone il regolare funzionamento nell'interesse dei soci, degli investitori e più in generale del complessivo funzionamento del sistema d'impresa cooperativo.