

Società di capitali

Nuovi orientamenti su strumenti finanziari partecipativi irredimibili e incidenza delle perdite

Consiglio Notarile di Milano novembre 2017 - Massima n. 164

*Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi
(Cod. civ. art. 2436, comma 6)*

Gli strumenti finanziari partecipativi emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., possono prevedere o meno, a carico della società, l'obbligo di rimborso dell'apporto o del suo valore. Nel primo caso, l'obbligo di restituzione comporta l'iscrizione di una voce di debito nel passivo dello stato patrimoniale; nel secondo caso, invece, l'apporto comporta l'iscrizione di una riserva nel patrimonio netto della società nella misura in cui esso sia iscrivibile nell'attivo dello stato patrimoniale o nella misura della riduzione del passivo reale.

Agli strumenti finanziari partecipativi con o senza diritto al rimborso del valore dell'apporto possono essere attribuiti uno o più dei diritti patrimoniali spettanti alle azioni (diritto all'utile, diritto alla distribuzione delle riserve, diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione) e/o altri diritti patrimoniali di diversa natura (ad esempio: interessi fissi o variabili, etc.). Salva diversa disposizione contenuta nello statuto o nel regolamento degli strumenti finanziari partecipativi allegato allo statuto, i diritti patrimoniali spettanti agli strumenti finanziari privi di diritto al rimborso del valore dell'apporto non dipendono dall'esistenza e dalla permanenza in essere della riserva costituitasi a fronte dell'apporto.

Qualora gli strumenti finanziari partecipativi siano privi di diritti patrimoniali di natura partecipativa (diritto all'utile, diritto alla distribuzione delle riserve, diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione), la loro qualificazione in termini di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., è subordinata alla attribuzione di uno o più diritti amministrativi di natura partecipativa (come ad esempio il diritto di nominare un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo, ai sensi dell'art. 2351, comma 5, c.c.).

Il Consiglio Notarile (*omissis*).

Motivazione

La massima, nella sua prima parte, sintetizza i diversi profili causali che possono essere sottesi all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c. (s.f.p.). Nel caso di presenza dell'obbligo di rimborso, l'operazione ha causa sostanzialmente riconducibile al finanziamento, secondo uno schema che non si differenzia - da questo punto di vista - dall'emissione obbligazionaria. Nel caso di esclusione dell'obbligo di rimborso, la causa dell'operazione è dalla dottrina avvicinata, secondo indicazioni non univoche, a quella del contratto di società, ovvero di associazione in partecipazione, ovvero ancora di cointeressenza: eterogeneità di vedute che appare in realtà accreditare la tesi, invero convincente, secondo cui gli s.f.p. non sono caratterizzati da una causa tipica, ma invece sono - dal punto di vista causale - neutri, cioè capaci di realizzare funzioni economiche diverse, equiparabili o assimilabili, a seconda dei casi, al finanziamento, al contratto di società, all'associazione in partecipazione, alla cointeressenza o, persino, a forme ibride di apporto di capitale di rischio.

Alla diversa qualificazione causale (in particolare, presenza o meno dell'obbligo di rimborso) si accompagna - con estrema rilevanza, in termini applicativi - il tema della rappresentazione contabile dell'apporto. L'indicazione espressa dalla massima (iscrizione all'attivo e, al passivo, iscrizione fra i debiti ovvero nel patrimonio netto, a seconda che sia previsto o meno l'obbligo di rimborso) suppone che il valore dell'apporto, come è più probabile, possa essere adeguatamente quantificato e sia suscettibile di iscrizione all'attivo dello stato patrimoniale; non può tuttavia escludersi che ciò non possa avere luogo, ad esempio perché l'apporto consiste in prestazioni aventi carattere negativo o in prestazioni d'opera o di servizi, il che determinerà assenza di immediati riflessi contabili dell'apporto.

Il secondo ed il terzo paragrafo della massima provvedono alla identificazione dei diritti patrimoniali riconoscibili allo strumento finanziario partecipativo. In tale ambito, si possono distinguere i diritti patrimoniali sostanzialmente riconducibili a quelli spettanti alle azioni (principalmente, diritto all'utile, diritto alla distribuzione delle riserve, diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione, nel loro insieme definibili diritti patrimoniali di natura partecipativa) e i diritti patrimoniali di diversa natura, non spettanti - di norma - agli azionisti (ad esempio, interessi fissi o variabili).

L'ammissibilità dell'attribuzione agli s.f.p. di diritti patrimoniali di natura partecipativa, sostanzialmente coincidenti con quelli degli azionisti, può essere ricavata sia dalla lettera della legge, sia dal dato sistematico. L'art. 2346, comma 6, c.c., infatti, prevede che siffatti strumenti finanziari possono essere "forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi", con ciò facendo chiaramente dedurre che questi ultimi possono eventualmente mancare. Ne consegue che, qualora mancassero i diritti amministrativi (come ad esempio il diritto di voto su specifici argomenti o il diritto di nomina di componenti degli organi sociali, a norma dell'art. 2351, comma 5, c.c.), la figura degli s.f.p. (e la sua differenziazione dalle obbligazioni) si giustificerebbe solo in virtù del fatto che i diritti patrimoniali siano appunto "partecipativi", al pari di quelli azionari. E non è un caso, del resto che la rubrica della sezione che inizia proprio con l'art. 2346 c.c. sia intitolata alle "azioni" e agli "altri strumenti finanziari partecipativi". Nemmeno è un caso, anzi pare una significativa conferma sistematica di quanto sopra affermato, che debba essere lo *statuto* a contenere la disciplina dei diritti degli s.f.p., al pari di quanto avviene per i diritti spettanti alle azioni, e non una diversa fonte negoziale, come invece avviene per le obbligazioni.

Va poi notato che entrambe le tipologie di diritti patrimoniali (partecipativi e non partecipativi) possono essere riconosciute indipendentemente dalla causa - finanziaria o di partecipazione alla formazione del netto - sottostante all'emissione degli s.f.p.: in altri termini, è certamente possibile che lo strumento emesso a fronte dell'apporto per il quale sia previsto obbligo di rimborso generi anche l'attribuzione di utili, come pure è possibile che lo strumento emesso a fronte dell'apporto per il quale non sia previsto obbligo di rimborso generi l'attribuzione di somme non coincidenti con l'utile di bilancio.

Viene inoltre chiarito che i diritti patrimoniali - e non dissimilmente ci si deve regolare in ordine ai diritti amministrativi - non vengono meno per effetto dell'erosione, per perdite, della riserva eventualmente costituita in dipendenza dell'apporto. Ciò significa che la riduzione o addirittura l'azzeramento della riserva corrispondente all'apporto non genera diminuzione del diritto patrimoniale riconosciuto allo strumento finanziario partecipativo, salvo che tale decadenza non sia espressamente prevista dallo statuto o dal regolamento degli s.f.p. allegato allo statuto. Va peraltro precisato che, in deroga a quanto ora affermato, l'eventuale diritto alla conversione in azioni (che potrebbe essere anch'esso annoverato tra i diritti patrimoniali), è destinato ad estinguersi in caso di azzeramento della riserva creatasi con l'apporto degli s.f.p. qualora le azioni da emettere a servizio della conversione siano azioni con indicazione del valore nominale, posto che il relativo aumento di capitale necessita inderogabilmente la sussistenza di riserve di pari importo da imputare a capitale (per le relative motivazioni e per la diversa soluzione cui si può pervenire qualora la società abbia azioni senza indicazione del valore nominale, si rinvia alle *Massime n. 166 e 169*).

L'ultimo paragrafo della massima si esprime in ordine ad un tema di ordine essenzialmente qualificatorio, inteso a distinguere tra s.f.p. e strumenti obbligazionari.

Viene così chiarito che - in mancanza di diritti patrimoniali di natura partecipativa (principalmente: diritto all'utile, diritto alla distribuzione delle riserve, diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione) - la qualificazione in termini di s.f.p. richiede la presenza di diritti amministrativi di natura "partecipativa" analoghi a quelli spettanti alle azioni (come ad esempio il diritto di nominare un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo, ai sensi dell'art. 2351, comma 5, c.c.), difettando i quali lo strumento è ragionevolmente da qualificarsi come obbligazionario.

Nota bibliografica

1. - In dottrina si ravvisano diversi orientamenti interpretativi in merito alla tipologia di diritti spettanti agli s.f.p., affinché essi siano annoverati nella nozione di cui all'art. 2346, comma 6, c.c.; in particolare si giunge alla soluzione affermativa di tale questione a seconda che a uno strumento finanziario vengano attribuiti:

(i) diritti di natura amministrativa, che consentano di partecipare alla gestione della società, in modo diretto o indiretto (la natura partecipativa pertanto rilevarebbe sul piano amministrativo): ritengono necessaria la presenza di diritti amministrativi di natura partecipativa: A. D'Orsi, *Commento all'art. 2346*, in *Codice Civile. Commentario*, a cura di G. Alpa e V. Mariconda, Milano, 2013, 308 e s.; G. Ferri Jr, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2003, 828; G. Muscolo, *Gli strumenti finanziari*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2013, 175; U. Tombari, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1094) oppure

(ii) diritti patrimoniali tipici dello strumento azionario, come il diritto alla partecipazione agli utili ed alla quota di liquidazione della società; in tal senso A. Zanoni, *Commento all'art. 2346*, in *Codice Commentato delle s.p.a.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Milano, 2006, 163) oppure

(iii) nel caso in cui siano attribuiti solo diritti patrimoniali di natura non partecipativa, purché siano attribuiti diritti amministrativi aventi tale natura; in tal senso v.: M. Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, p. 552; L. Enriques, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa tit. di credito*, 2003, 166 e ss. e ivi 178 e s. secondo il quale la natura partecipativa può riguardare tanto i diritti patrimoniali, quanto i diritti amministrativi; N. Salanitro, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in P. Abbadessa - G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, 724, il quale sottolinea come i diritti partecipativi "devono comunque caratterizzare tali strumenti sul piano patrimoniale e(o) amministrativo"; M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, 2008, 85 - 86; A. Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, 133 e ss.; M. Cian, *Commento all'art. 2346*, in *Commentario del Codice Civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2015, 888 e ss. ed ivi 897 e s. ove si ritiene che "la partecipatività può venire declinata tanto sul piano patrimoniale (con il riconoscimento di un diritto di partecipazione agli utili e per l'assenza di qualsiasi diritto al rimborso del valore dell'apporto, anche di entità variabile), quanto su quello amministrativo [...] come su entrambi contemporaneamente"; A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Riv. soc.*, 2011, 619 il quale, evidenziando che gli s.f.p. "sono, di norma, dotati di diritti patrimoniali, ma soprattutto postulano la presenza di diritti 'partecipativi'" sottintende che l'elemento partecipativo possa essere cercato altrove rispetto ad un diritto patrimoniale, facendo riferimento all'ipotesi di uno strumento finanziario partecipativo caratterizzato da soli diritti partecipativi di natura amministrativa;

oppure

(iv) "partecipi" al rischio d'impresa della società emittente; in tal senso v. R. Costi, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2006, 734; M. Manuli, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche*, in *Le Soc.*, 2013, 1191 e ss. ed ivi 1195, secondo il quale "l'elemento partecipativo deve essere riferito al coinvolgimento, o meno, dei relativi titolari di detti strumenti al rischio di impresa e non, appunto, all'attribuzione di diritti patrimoniali e amministrativi [...]". L'accoglimento dell'una o dell'altra tesi rileva anche sul piano dell'individuazione del contenuto dei diritti patrimoniali degli s.f.p., in particolare dell'ammissibilità o meno di un diritto al rimborso a favore dei titolari di tali strumenti come di seguito riportato.

Parimenti, la questione relativa all'individuazione del contenuto dei diritti patrimoniali degli s.f.p. è strettamente correlata a quella relativa alla causa dell'emissione degli stessi, a seconda che si ravvisi nell'operazione sottostante all'emissione di strumenti finanziari: (i) un'operazione di finanziamento (in tal senso G. Ferri jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2003, 814; B. Libonati, *I nuovi strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.* 2007, I, 1 e ss. ed ivi 8; G. Mignone, *Commento all'art. 2346, comma 6*, in *Commentario*, a cura di G. Cottino, 2004, I, 238, che configura questi strumenti come un debito derivante da un finanziamento; P. Spada, *Provista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 62); (ii) una forma di associazione in partecipazione (F. Galgano - R. Genghini, *Il nuovo diritto societario, Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 2006, I, 234); (iii) un'adesione al contratto di società (in tal senso v. R. Costi, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 733; F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 28; M. Manuli, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche*, in *Le Soc.*, 2013, 1191 e ss. 1194, nt. 13; M. Miola, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società*, a cura di G.B. Portale e G.E. Colombo, Torino, 2004, 267; F. Stagno D'Alcontres, *Commento all'art. 2346*, in *Società di capitali*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, 266; oppure (iv) una figura neutra sul piano causale (M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2008, 53; M.S. Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, I, 215). L'individuazione della causa sottostante l'emissione influisce poi sulla rilevazione contabile degli s.f.p.

2. - La questione relativa alla rappresentazione contabile dell'apporto e dei diritti spettanti ai titolari di s.f.p. è legata alla causa e ai diritti riconosciuti ai titolari di tali strumenti. Nell'attivo dello stato patrimoniale viene iscritto il valore dell'apporto, salvo il caso in cui la natura dell'apporto impedisca tale iscrizione, come nel caso di apporti di prestazione d'opera o di servizi e nel passivo dello stato patrimoniale viene iscritta una riserva di patrimonio netto di pari importo, qualora non sia previsto alcun diritto al rimborso; viceversa, nel caso in cui tale diritto sia previsto viene iscritto, al passivo, l'ammontare dell'obbligo di rimborso dell'apporto. In tal senso v. N. Abriani, *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Le società per azioni. Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2010, 338; M. Bussolletti, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, 191 e ss.; G. D'Attorre, *Perdite della società e tutela dei*

titolari di strumenti finanziari partecipativi, nota al Trib. di Napoli, 25 febbraio 2016, in *Notariato*, 2016, 273 e ss. ed ivi 275; nonché Id., *Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d'impresa*, in *Il dir. fallim.*, 2017, 329 e ss. ed ivi 332 e s.; M. Maugeri, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*; Milano, 2010, 169 e ss.; M. Miola, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2005, 490; G. Muscolo, *op. ult. cit.*, 199; M. Notari - A. Giannelli, *op. ult. cit.*, 111 e s., con la precisazione che non vi sarà iscrizione al passivo di alcun valore ove l'apporto non sia stato iscritto all'attivo; A. Stagno D'Alcontres, Commento all'art. 2346, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, 264. In senso contrario v. G. Mignone, Commento all'art. 2346. comma 6, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, a cura di G. Cottino - G. Bonfante - O. Cagnasso - P. Montalenti, Bologna, 2004, 238, secondo il quale "si tratta di strumenti il cui apporto va contabilmente considerato come debito, e ciò sia nel caso in cui la sua restituzione sia certa (salvo insolvenza), sia in quello in cui su di esso la società possa scontare perdite fino al suo azzeramento".

3. - Per quanto riguarda il riconoscimento di un diritto di rimborso (e/o di un diritto ad una remunerazione fissa) a favore degli s.f.p., purché vengano attribuiti diritti amministrativi di natura partecipativa, si segnalano: A. Bartalena, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca borsa titoli di credito*, I, 2004, 293 e ss. ed ivi 298; A. Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, 241 e ss.

Ammettono che tra i diritti patrimoniali di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. possa annoverarsi altresì il diritto alla restituzione di capitale e agli interessi: M. Cian, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, 29, nt. 60, che evidenzia come l'assenza del diritto al rimborso del capitale debba essere necessariamente prevista in relazione a s.f.p. senza poteri amministrativi; Id., *Commento all'art. 2346*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian, Padova, 2014, 2828 secondo il quale "i diritti patrimoniali possono corrispondere, in tutto o in parte, con quelli tipici dello strumento obbligazionario (rimborso del capitale e corresponsione di un interesse periodico fisso o variabile); in tal caso [...] lo strumento finanziario andrà qualificato come partecipativo, ai sensi dell'art. in commento, in quanto sia dotato di diritti amministrativi"; G. Ferri Jr, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2003, 825 secondo il quale "è sulla base della partecipazione all'organizzazione, non anche di quella al rischio, che appare possibile individuare, nell'ambito degli strumenti finanziari diversi dalle azioni, la categoria degli strumenti finanziari partecipativi"; F. Galgano - L. Genghini, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 2006, I, 234; M. Libertini - A. Mirone - P.M. Sanfilippo, *Commento all'art. 2346*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, Padova, 2010, 199 e ss. ed ivi 223 e s. e 231 secondo i quali il diritto alla restituzione del capitale ed agli interessi "può ben rientrare tra i "diritti patrimoniali" di cui parla l'articolo in esame"; B. Libonati, *I nuovi strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.* 2007, I, 1 e ss. ed ivi 3 e 8 secondo il quale non è a rigore un problema di partecipazione o meno al rischio di impresa; G. Mignone, *Commento all'art. 2346. comma 6*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, a cura di G. Cottino - G. Bonfante - O. Cagnasso - P. Montalenti, Bologna, 2004, 238; M. Miola, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2005, 433 e ss. ed ivi 457 secondo il quale sono astrattamente ipotizzabili anche strumenti finanziari che, a fronte di un apporto in denaro, o anche in natura, attribuiscono il diritto al rimborso del relativo valore ed ivi 459, il quale ritiene che "qualora si giunga ad ammettere che il portatore di tali strumenti disponga di un diritto alla restituzione dell'apporto, dovremo concludere che l'essenza degli strumenti finanziari "partecipativi" non coincide con la raccolta di capitale di rischio, ma con l'attribuzione dei diritti propri della partecipazione sociale dando dunque luogo alla figura del finanziamento "partecipativo"; ma si segnala lo stesso Autore in *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E Colombo e G.B. Portale, Torino, 2004, 259 e ss. ed ivi 274 ove si legge che "la mancanza di un diritto alla restituzione del valore dell'apporto effettuato con la conseguente sottoesposizione al rischio di impresa, impediscono che possa qualificarsi il rapporto ad essi sottostante sia come partecipazione sociale (art. 2346, comma 1, c.c.) sia come prestito, onde la sua configurazione come rapporto partecipativo in senso lato"; M. Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2003, 542 e ss. ed ivi 549 ove si legge che "la determinazione del contenuto patrimoniale si presenta del tutto libera e svincolata dalla necessità di individuare elementi essenziali. Non sembra quindi potersi negare la possibilità di diritti aventi natura di interessi o anche di partecipazione agli utili, di restituzione del capitale in tutto o in parte, di partecipazione alla distribuzione delle eccedenze patrimoniali sua durante la vita della società, sia alla sua liquidazione, così come qualsiasi altra forma di remunerazione, garantita o aleatoria, dell'investimento o comunque di ritorno economico dell'apporto effettuato a favore della società"; M. Notari, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statuari*, Milano, 2003, 46 e ss. secondo il quale: "se è vero che i diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi possono consistere nel diritto alla restituzione di quanto prestato alla società, oltre ad una remunerazione a titolo di interessi, è peraltro vero che un simile strumento, per essere qualificato come strumento finanziario partecipativo ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., dovrà essere dotato anche uno o più dei diritti amministrativi che il contratto sociale riconosce in via ordinaria solo agli azionisti. Altrimenti, la fattispecie coinciderebbe con quella delle obbligazioni: il che non pare ammissibile, stante la diversa ed a tratti incompatibile disciplina dettata per gli uni e per le altre. In altre parole, delle due l'una: o i diritti patrimoniali hanno natura "partecipativa" (come avviene ad esempio se ai titolari degli strumenti finanziari spetta una quota del diritto agli utili in senso stretto, in compartecipazione con i soci) e allora i diritti amministrativi possono anche mancare; oppure, se i diritti

patrimoniali non hanno natura “partecipativa” (come può avvenire ad esempio nei casi in cui gli strumenti incorporano solo il diritto alla restituzione al capitale oltre agli interessi), si potrà allora parlare di strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6, c.c., solamente se essi siano dotati di uno o più dei diritti amministrativi tipici del contratto sociale”; M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell’art. 2346*, in Commentario alla riforma delle società, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2008, 85 nonché 87 e s. i quali ritengono che nonostante sia frequente nella prassi applicativa il rinvenimento di s.f.p. in cui siano incorporati diritti patrimoniali non aventi natura partecipativa quali il diritto all’interesse e il diritto al rimborso dell’apporto è da ritenere che tali strumenti, solo ove non dotati di diritti amministrativi partecipativi, non siano in realtà annoverabili nella fattispecie di cui all’art. 2346, comma 6, c.c.; M.S. Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di M. Rescigno - A. Sciarrone Alibrandi, Milano, 2004, 214; A. Stagno D’Alcontres, *Commento all’art. 2346 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D’Alcontres, Napoli, 2004, 265; N. Abriani, *op. ult. cit.*, 340.

In termini dubitativi, G. Giannelli, *Sulla competenza a deliberare l’emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 172 secondo il quale gli strumenti finanziari che prevedano un obbligo di rimborso “in quanto e se presentino dei profili partecipativi, saranno assoggettati alla disciplina dell’ultimo comma dell’art. 2346; ed in quanto presentino un obbligo di rimborso saranno assoggettati alla disciplina dei prestiti obbligazionari”.

4. - In senso contrario al riconoscimento di un diritto di rimborso a favore dei titolari di s.f.p. si vedano: N. Ciocca, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, 26; R. Costi, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 733; M. De Acutis, *Il finanziamento dell’impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Ngcc*, 2003, 361 il quale evidenzia che in relazione agli s.f.p., a differenza della fattispecie considerata dall’art. 2411, comma 3, c.c. è necessario che “non si faccia cenno alcuno alle condizioni e alle modalità di rimborso del capitale”; L. Enriques, *Quartum non datur: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi” in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa tit. di credito*, 2003, 166 e ss. e ivi 178 e s.; F. Innocenti, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle società per azioni*, Perugia, 2010, 152 nt. 445, secondo il quale tali strumenti in virtù della loro natura “partecipativa” non potrebbero incorporare operazioni di prestito poiché non sembra possano configurare un’operazione di raccolta di risparmio alternativa alle obbligazioni e alle altre tipologie di strumenti finanziari i quali prevedano un diritto al rimborso in capo ai rispettivi titolari, anche se condizionato nei tempi e nell’entità, all’andamento economico della società (art. 2411, ultimo comma, c.c.); M. Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2003, 519 e ss. ed ivi 534; parrebbe orientato in tal senso, F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 53, secondo il quale il titolare degli strumenti finanziari in oggetto è naturalmente equiparato al socio nel rimborso dell’apporto; M. Manuli, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche*, in *Le Soc.*, 2013, 1191 e ss. ed ivi 1194 e s. nonché 1199 e s. ove si legge “in considerazione della collocazione delle norme in commento (i.e. artt. 2346 e 2349 c.c.) e di quanto si evince dalla Relazione, se ne dovrebbe inferire che (i) gli strumenti finanziari in parola siano da intendersi “partecipativi” in quanto partecipano al rischio di impresa [...] e (ii) si tratta, pertanto, di titoli emessi a fronte di attribuzioni definitive (*rectius* in conto patrimonio) ed ai quali sono connessi determinati diritti patrimoniali ed amministrativi. Se tutto ciò è vero, ne consegue che mai potrebbe essere attribuito - ai titolari di strumenti finanziari “partecipativi” - il diritto alla restituzione delle utilità apportate alla società”; U. Tombari, *Strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, *Studio n. 5571/I, Consiglio Nazionale del Notariato*, 5, secondo il quale: “sembra tuttavia potersi affermare che gli strumenti di cui all’art. 2346, ultimo comma, c.c. devono essere caratterizzati da un rapporto sottostante, in forza del quale l’investitore acquisisce non un diritto di natura obbligatoria alla restituzione della somma versata o al rimborso del valore della prestazione effettuata, ma taluni diritti propri della partecipazione sociale”. Così lo stesso Autore anche in *Strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2006, 143 e ivi 149; A. Valzer, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012, 139 e s. secondo il quale “sembra, dunque, che si possa fondatamente affermare che come “strumenti finanziari partecipativi” possano essere qualificati esclusivamente gli strumenti finanziari previsti dall’art. 2346, ult. comma, c.c., siano essi dotati o no anche di diritti amministrativi. Introdotti in declinazione della disciplina del conferimento, essi gravitano sempre e comunque nell’orbita del capitale di rischio e costituiscono forme di partecipazione, diverse ed eventuali, alla, e di sopportazione dei rischi della, attività comune”; A. Zanoni, *Commento all’art. 2346*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Torino, 2006, 149 e ss. ed ivi 163 e s. 5. - Quanto agli ulteriori diritti patrimoniali che possono essere riconosciuti a favore del titolare di s.f.p., ammettono il riconoscimento di un diritto agli utili, *ex multis*: F. Magliulo, *Le categorie di azioni*, 51; F. Innocenti, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle società per azioni*, 153 e s.; A. Lolli, *Commento all’art. 2346*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 190 e ss. ed ivi 201, il quale ritiene tuttavia che in tal caso tale diritto agli utili non sia subordinato all’approvazione della distribuzione degli utili da parte dell’assemblea; M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell’art. 2346, cit.*, 88 e s.

Più controverso è il riconoscimento di un diritto di opzione su azioni di nuova emissione a favore dei titolari di tali strumenti, in quanto il riconoscimento di un diritto di opzione a favore dei titolari di s.f.p. per la sottoscrizione di nuove

azioni in caso di successivi aumenti di capitale si tradurrebbe in un'illegitima limitazione del diritto di opzione degli azionisti. In tal senso, pur ammettendo il riconoscimento del diritto di opzione ove si tratti di s.f.p. con diritto di conversione, si vedano: M. Libertini - A. Mirone - P.M. Sanfilippo, *Commento all'art. 2346*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, Padova, 2010, 199 e ss. ed ivi 232; F. Magliulo, *op. ult. cit.*, 64; M. Notari - A. Giannelli, *op. ult. cit.*, 108 secondo i quali: "solo in caso di strumenti finanziari partecipativi con diritto di conversione in azioni sembra possibile applicare analogicamente l'art. 2441, comma 1, seconda frase, nella parte in cui afferma che 'se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio'"; M. Notari, *Azioni e strumenti finanziari*, cit., 557; in termini dubitativi circa il riconoscimento di un diritto di opzione a favore dei titolari di s.f.p., si v. U. Tombari, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., 154. In senso favorevole al riconoscimento di un diritto di opzione si v. invece: A. Valzer, *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, 496 e s. Ammettono il riconoscimento di un diritto di partecipazione alle riserve di utili A. Busani E M. Sagliocca, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (s.f.p.)*, cit., 1195; M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346, cit.*, 91 e 89 nt. 96; in senso isolatamente contrario, tuttavia, si veda: G. Ferri Jr., *Fattispecie*, cit., 817-818, il quale non prevede la possibilità di configurare un diritto di questa natura in relazione agli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. Infine, quanto al riconoscimento di un diritto ad una quota di liquidazione, favorevoli in tal senso: G. Ferri Jr., *Fattispecie*, cit., 817; A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Riv. soc.*, 2011, 426; M. Miola, *I conferimenti in natura*, cit., 289; M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346, cit.*, 92; U. Tombari, *Strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., 5. Quanto alla possibilità di prevedere s.f.p. dal contenuto patrimoniale identico a quello delle azioni si segnala l'opinione contraria di M. Notari - A. Giannelli, *Commento all'art. 2346, cit.*, 93 secondo i quali: "il confine che non sembra possibile valicare, invero, è quello della totale parificazione del contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari partecipativi a quello delle azioni, nel senso che ai primi non pare ammissibile attribuire il medesimo insieme di diritti patrimoniale partecipativi spettante alle partecipazioni azionaria [...] La "replica" totale del contenuto patrimoniale delle azioni, invece, sembra preclusa dallo stesso principio di tipicità delle società"; in tal senso v. anche F. Innocenti, *Gli strumenti finanziari partecipativi nella società per azioni*, *op. ult. cit.*, 291.

6. - Questione controversa, poi, è quella relativa all'incidenza delle perdite sulla "riserva apporti strumenti finanziari" e l'influenza della stessa sull'esercizio dei diritti da parte dei titolari degli s.f.p. A tal proposito si segnala la recente pronuncia del Tribunale di Napoli, Sez. Specializzata in materia d'impresa, 25 febbraio 2016, secondo il quale la riserva apporti strumenti finanziari contabilizzata nel patrimonio netto assorbe le perdite prima del capitale sociale e fa dunque venir meno i correlati diritti (ordinanza pubblicata in *Not.*, 2016, 268 e ss.; *Le Soc.*, 2016, 976 e ss.; nonché in *Banca borsa tit. di credito*, II, 2017, 483 e ss.). In tal senso, in dottrina, si vedano G. Mignone, *Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capitale...le*, in *Banca, borsa tit. di credito*, II, 2017, 491 e ss. ed ivi 496; M. Palmieri, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni*, in *Un commento a due voci in tema di partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi*, in *Le Soc.*, 2016, 981 e ss.

Tuttavia, pur essendo quasi pacifico che le perdite debbano incidere prima sulle riserve, ivi compresa quella da apporto degli s.f.p. - in tal senso cfr. ad esempio M. Notari - A. Giannelli, *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c.*, cit., 91 nt. 104, secondo i quali: "la destinazione a fondo perduto e l'appostazione nel patrimonio netto, comportano del resto che la "partecipazione" di tali strumenti finanziari partecipativi all'operazione societaria si traduca nell'estinzione della relativa riserva in caso di perdite, non potendosi dubitare, su tali premesse, che le perdite vadano ad incidere, prima del capitale sociale e della riserva legale, anche sulla riserva "targata" degli strumenti finanziari partecipativi, eventualmente nell'ordine stabilito dalla clausola statutaria che prevede la destinazione dell'apporto" - è discusso se ciò debba ripercuotersi sui diritti patrimoniali spettanti agli s.f.p. Al riguardo si segnala l'opinione di G. D'Attorre, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, nota al Trib. di Napoli, 25 febbraio 2016, in *Notariato*, 2016, 273 e ss. ed ivi 276 ove si legge: "malgrado la formale coerenza al sistema, non vi è dubbio, tuttavia, che questa soluzione, se affermata in linea generale ed astratta anche in mancanza delle specifiche previsioni statutarie che caratterizzavano il caso concreto, lasci perplessi in punto di aderenza al dato sostanziale e di corrispondenza al reale assetto di interessi sottostante all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi. [...] pare difficile ammettere che l'investimento in strumenti finanziari partecipativi debba essere esposto al rischio dell'investimento più dei soci titolari del capitale sociale [...] è contraddittorio affermare che il capitale proprio possa beneficiare di una postergazione nelle perdite rispetto ad una parte di capitale altrui, nella specie quello versato a titolo di apporto dai titolari degli strumenti finanziari partecipativi". E si veda anche v. A. Valzer, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, cit., 244 secondo il quale se è vero che le riserve targate sarebbero erose dopo tutte le altre riserve ma prima del capitale sociale, "lo stesso discorso, tuttavia, [...] non può essere traslato *de plano* alla (inequivocabilmente) *diversa e diversamente qualificata* posta che debba registrare gli strumenti finanziari partecipativi. In questo specifico caso, infatti, l'ulteriore rischio d'impresa viene assunto *al di là* delle regole della partecipazione azionaria: la posta che contabilizzi gli strumenti finanziari esprime, cioè, non un semplice apporto fuori capitale, ma l'esserci di una *differente tecnica di partecipazione*, che si affianca a quella azionaria, secondo i termini dettati dallo statuto sociale",

sebbene lo stesso Autore segnali che “l’esposizione sincronica delle due fonti di capitale di rischio alle risultanze negative di gestione, se appare l’eventualità di base (perché) immediatamente riconducibile all’essere *entrambe le specie di investimento funzionalizzate alla medesima attività comune*, non può essere ritenuta l’unica prospettiva operativa in concreto percorribile”; Id., *Commento all’art. 2346, comma 6, ult. cit.*, 507 e s.; nonché M. Bussoletti, *L’iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti dei terzi nei patrimoni destinati)*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2007, 196. Sembra propendere per un’incidenza *pari passu* delle perdite anche M. Lamandini, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*, in *Un commento a due voci in tema di partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi*, in *Le Soc.*, 2016, 976 e ss.

Altra parte della dottrina sostiene che sulla base della qualificazione della “riserva apporto strumenti finanziari” quale riserva “targata”, questa sia esposta alle perdite soltanto dopo che tutte le altre riserve, compresa quella legale, siano state assorbite dalle perdite ma comunque prima del capitale sociale. In tal senso si v. G.B. Portale, *Appunti in tema di “versamenti in conto futuri aumenti di capitale” eseguiti da un solo socio*, in *Banca borsa tit. di credito*, 1995, I, 98; G.E. Colombo, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1994, 511; M.S. Spolidoro, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi di impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, Torino, 2014, 1346.

Quanto all’esercizio dei diritti patrimoniali ed amministrativi, diversi dalla conversione, questi rimangono esercitabili anche in caso di perdite che abbiano interamente eroso il capitale sociale; v. in tal senso G. D’Attorre, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, nota al Trib. di Napoli, 24 febbraio 2016, in *Notariato*, 2016, 280; Id., *Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d’impresa*, *ult. cit.*, 345; L. Stanghellini, *Commento all’art. 2446*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, 2718. *Contra* M. Palmieri, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni*, *op. ult. cit.*, 991. [Nota bibliografica a cura di Marta Pin]

IL COMMENTO di Marco Lamandini

In collegamento ideale con la pubblicazione, sul fascicolo n. 8-9/2016 di questa Rivista, della sentenza del Tribunale di Napoli del 24 febbraio 2016, con i commenti (diversamente orientati) di Lamandini e Palmieri pubblichiamo la massima recentemente adottata dal Consiglio Notarile di Milano, che trova corrispondenza in un analogo orientamento della Commissione di diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato presentato il 2 marzo 2018 (seppur ancora non definitivo) sul medesimo tema

Una premessa

La recente pubblicazione della massima riportata in epigrafe e degli Orientamenti (ancora non definitivi) della Commissione di diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato sulla incidenza delle perdite sugli strumenti finanziari partecipativi irredimibili risponde ai dubbi interpretativi che si sono manifestati, e al vivace e interessante dibattito che si è aperto, dopo la pubblicazione della sentenza del Tribunale di Napoli del 24 febbraio 2016 (di cui ben dà conto la nota di accompagnamento alla massima milanese n. 164), che ebbi modo di brevemente commentare anch’io su questa *Rivista*. La pubblicazione di questi nuovi orientamenti mi induce ora a ulteriormente riflettere sui dubbi che avevo allora manifestato e ad interrogarmi se l’occasione di queste interessanti massime sul trattamento degli irredimibili in caso di perdite non offra l’occasione per una riflessione su quale sia oggi il *proprium* della posizione di socio nell’impresa azionaria (letto “controluce” rispetto al *proprium* della posizione del titolare di strumenti finanziari partecipativi irredimibili) e quali implicazioni ne derivano, o potrebbero derivarne, sul piano del governo della stessa. Cercherò in queste brevi notazioni di verificare se vi sia modo, per me, di fare un passo in avanti rispetto ai dubbi che avevo a suo tempo manifestato e se gli esiti interpretativi cui sono giunti i consigli notarili di Milano e Firenze non consentano l’avvio di un più ampio dibattito su un tema “di vertice” del diritto societario.

Verso la “destrutturazione” del diritto azionario?

Muoverei anzitutto da una prospettiva di tipo descrittivo. A me pare che l'analisi del diritto positivo che si trae da una lettura congiunta dalla sentenza del Tribunale di Napoli che ha dato l'avvio alla discussione, dalla letteratura edita e dalle massime che si commentano, ivi comprese quelle sulle azioni riscattabili e le partecipazioni a tempo, faccia emergere abbastanza chiaramente una tendenza: *quella ad una significativa "destrutturazione" dei diritti patrimoniali associati tradizionalmente alla posizione di socio*. Ciò è da tempo ben noto in relazione alla aspettativa del socio al dividendo (o al suo diritto al dividendo, ove lo statuto sociale ne preveda obbligatoriamente la distribuzione, in tutto o in parte, in presenza di utili), e dunque in relazione al nesso funzionale tra qualità di socio e partecipazione necessaria (atteso il perdurante ruolo ordinamentale assegnato al divieto di patto leonino) al risultato di *esercizio*: ne sono emblematiche tendenze, tra le più recenti, sia la società c.d. benefit sia le previsioni sull'impresa sociale *low profit* opportunamente introdotte dalla riforma del Terzo Settore. Ma ciò si manifesta anche in relazione al grado di "rigidità" e "permanenza" (e cioè redimibilità o irredimibilità) nonché di "esposizione al rischio" del vincolo di destinazione imposto dal socio alla frazione della propria ricchezza personale conferita nell'avventura societaria. Le azioni riscattabili, quelle riscattande e quelle a tempo (queste ultime due oggetto, esse stesse, di due ulteriori interessanti Orientamenti della Commissione di diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, seppur non ancora definitivi) - al pari della S.p.a. a tempo indeterminato e il recesso convenzionale - liberano il socio dalla rigidità propria delle scelte irreversibili (o solo eccezionalmente reversibili, come avveniva in passato nei più angusti limiti in precedenza concessi al recesso e alla riduzione volontaria del capitale per esuberanza) e esprimono una tensione a modificare il rapporto regola/eccezione sulla irredimibilità del conferimento fino allo scioglimento della società e così il rapporto tra interesse dei soci e interesse dei creditori. Del pari, la regola sugli "strati del netto" e relativa incidenza delle perdite riduce la rigidità della regola dell'esposizione al rischio "residuale" del socio, in un contesto di mercato in cui sono crescenti le ipotesi di investimenti di terzi di patrimonio ma "fuori capitale". È una tendenza questa, almeno mi pare, che sembra spingere ulteriormente verso una accresciuta "contrattualizzazione" dell'organizzazione societaria, per consentire alla struttura finanziaria e organizzativa della società di meglio adattarsi alle esigenze del capitale finanziario. Ne emerge una interessante "varietà di colori" quanto alle scelte disponibili in ordine al grado di esposizione al rischio del capitale finanziario.

Certo, il diritto societario non è l'unico corpus di regole da considerare ove si volesse offrire una trattazione completa del tema, perché ove vi sia un rischio di continuità aziendale entrano in gioco - a neutralizzare questi accresciuti spazi di libertà - le regole del diritto fallimentare. Tuttavia se ci si concentra sul solo diritto societario e dunque sull'impresa solvente a me pare che questa tendenza - seppur nel suo piccolo "precipitato" nostrano - suoni conferma della acuta osservazione di qualche tempo fa di Leo Strine secondo cui il diritto delle società deve ormai confrontarsi, sia sul piano positivo sia sul piano normativo, non già tanto o soltanto con la dissociazione tra proprietà e controllo ma soprattutto con la crescente dissociazione tra capitale e capitale, dal momento che a diversi aggregati di capitale finanziario corrispondono appetiti finanziari assai eterogenei, che il diritto societario deve adattarsi a soddisfare, pena il suo progressivo esautoramento ad opera di strutture imprenditoriali puramente contrattuali più flessibili, quali i fondi contrattuali o le società destrutturate per ibridazione con i modelli contrattuali dei fondi (le SICAF essendone interessantissimo esempio).

Chi sono, oggi, i "residual claimants" dell'impresa azionaria? Quali conseguenze ne derivano?

Se questo, in termini semplificati, è il contesto economico/finanziario e sociologico di riferimento, forse le massime che si stanno commentando sono una piccola, ma significativa, "orma" del cammino che il diritto societario ha intrapreso - o deve intraprendere - ancora una volta per adattarsi, come si è detto, alla "natura dei fatti"; un modo per allineare, in altri termini, il diritto a ciò che Black e Scholes avevano già teorizzato nel 1973 nel loro fondamentale lavoro su *J. Pol. Econ.* che valse il Nobel, in tema di prezzo delle opzioni: *capitale e debito partecipano in realtà del rischio residuale dell'impresa e divergono solo in funzione del diverso tipo di opzione (put o call) sui flussi di cassa che esprimono*. In principio, dunque, l'analisi finanziaria sembrerebbe giustificare un regime di piena autonomia per le parti (il capitale finanziario) nel "modulare" le posizioni reciproche dei rispettivi *entitlements* quanto ad esposizione al rischio. Del resto, l'indagine empirica ci ha, nel tempo, insegnato a riconoscere molti segni di questa tendenza: i derivati su azioni (e il loro tribolato adattamento al diritto societario) essendone forse l'esempio più eclatante.

Queste osservazioni, calate nel nostro tema specifico, giustificano, mi sembra, l'enunciazione di una proposizione, che trova assai opportuna conferma nelle massime notarili in commento: *Nulla si oppone all'esistenza di "investimenti" finanziari "di rischio", iscritti a patrimonio ma "fuori capitale", che corrono il rischio di impresa, se ciò è espressione di chiare, libere e consapevoli scelte contrattuali delle parti.*

Ma da ciò conseguono almeno due domande "di vertice": in primo luogo, può la riserva di patrimonio essere incisa - e all'estremo azzerata - da perdite, anche prima che le stesse incidano sulle azioni e sulla posta capitale, senza per questo necessariamente far venir meno i diritti attribuiti agli SFP se questo è l'effetto voluto dalle parti e riflesso in chiare, libere e consapevoli scelte contrattuali? A questa domanda le massime notarili in commento danno risposta positiva. In secondo luogo, è possibile ai soci comprare, con uno SFP che sia antergato alle azioni ordinarie nella partecipazione alle perdite, una assicurazione sul rischio di impresa, con massimale corrispondente all'importo investito dal terzo sottoscrittore a fronte dello SFP? Su questo secondo punto le massime notarili non mi pare prendano posizione.

Quali sono le implicazioni, sul piano normativo, di un approccio liberale sul punto? Anzitutto che, ove l'investimento di terzi "fuori capitale" e antergato nella partecipazione alle perdite sia significativo (in relazione al capitale), mal sembrerebbe adattarsi alla società la *equity-based governance* propria dei nostri diritti societari, ispirata com'è al modello semplificato della *shareholder primacy*, la quale, come si sa, ha costituito un vero e proprio cavallo di battaglia dell'analisi di L&E delle società da parte della Scuola di Chicago per derivare proprio dalla qualificazione dell'azionista quale *residual claimant* l'idea fondante che la società debba necessariamente essere governata in funzione del solo interesse dei soci. In qualche misura (seppur in casi se si vuole eccezionali, ma è dalle eccezioni che misura la tenuta della regola) entra in crisi proprio la assimilazione tra azionista e titolare del rischio residuale, tanto cara a Easterbrook e Fishel (e che anch'io ho, per vero, a lungo ritenuto un punto fermo del diritto azionario). Hanno ragione dunque, almeno in parte, Blair e Stout: l'idea degli azionisti *residual claimants*, in presenza di certe condizioni, "*does not match reality*". Il punto che interessa ai nostri fini è tuttavia normativo: quali implicazioni ne derivano in concreto sul piano delle regole giuridiche? Provo a menzionarne solo alcune (tra le moltissime possibili). Chi gestisce l'impresa societaria, in presenza di "mezzi propri" non solo "di capitale" ma anche di terzi e "fuori capitale", deve considerare un insieme allargato di interessi sociali, il che postula anche che l'autonomia gestionale dell'organo amministrativo deve essere pienamente garantita (come, per vero, l'art. 2380 *bis*, comma 1, c.c. ha fatto, non necessariamente ispirandosi, però, alla *team production theory*) e al contempo che, ove il diritto dell'organizzazione attribuisce diritti di "voice" ai soci, li possa estendere anche ai titolari degli SFP, non necessariamente con il limite quantitativo di cui all'art. 2351, comma 5, c.c. ove il rapporto tra mezzi propri di capitale e fuori capitale e di terzi sia sbilanciato nella direzione dei secondi.

Può un diritto societario liberato, in presenza di queste specifiche circostanze, dalla "ipostatizzazione" del socio *residual claimant* funzionare ciò non ostante e assicurare un ragionevole equilibrio tra interessi individuali e benessere collettivo? Può in altri termini rinnovare sé stesso e la propria tradizione storica senza determinare un "terremoto" di sistema o vi sono argomenti di analisi economica o di politica economica che sconsigliano di "sollevare il velo" della *shareholder primacy*? A me sembra difficile dirlo in astratto. Forse l'esperienza bancaria del TLAC/MREL nei prossimi anni ci aiuterà a meglio comprendere - empiricamente - in che misura l'espansione dell'area degli investimenti di rischio e "fuori capitale" di terzi porti davvero con sé modifiche necessarie alla struttura di *governance* dell'impresa azionaria e in che misura ciò possa trovare soddisfazione in scelte di autonomia statutaria piuttosto che in scelte di regolamentazione.

Strumenti finanziari partecipativi e partecipazioni alle perdite: di alcuni punti fermi e di altri ... meno fermi

Posso solo enunciare, senza poterne offrire qui una vera dimostrazione, alcune provvisorie impressioni (che coltivo anche per cercare di verificare se miei precedenti approdi non vadano almeno in parte riconsiderati).

Credo anzitutto sia importante - e assai opportuno - il riconoscimento che queste massime fanno che gli investimenti di rischio "fuori capitale" vanno a patrimonio ogni qual volta il diritto alla restituzione dell'apporto presenta un grado di "irreversibilità" equivalente a quello richiesto al capitale sociale. Osservo che deve considerarsi a tal fine che, tanto meno il capitale ha natura irredimibile (come avviene nelle ipotesi di azioni a tempo, riscattabili o riscattande, nella società a tempo indeterminato o con ampie aree consentite al recesso

c.d. convenzionale, tanto più blando dovrà essere, parallelamente, il requisito di irreversibilità dell'apporto idoneo a giustificare l'appostazione a patrimonio della riserva iscritta a fronte dell'apporto da SFP.

a) L'autonomia statutaria (e contrattuale) può liberamente graduare l'esposizione alle perdite degli SFP di patrimonio (e, allo stesso modo, a me sembra, delle poste del netto costituite da riserve targate o da versamenti in conto futuro aumento di capitale o simili, se costituiti da non soci o dai soci non proporzionalmente) almeno fino al punto di far correre agli investimenti di rischio "fuori capitale" il rischio di perdite pari passu con gli azionisti ordinari. È questa, a ben vedere, la regola che si è consolidata da tempo in tema di capitale regolamentare a fini prudenziali. A questo scopo l'opzione interpretativa prescelta dalle massime in commento è adeguata: vale infatti a neutralizzare l'effetto distorsivo che, diversamente, si avrebbe mediante l'applicazione formalistica della regola degli "strati del netto" e a vale dunque a consentire all'autonomia statutaria di compiere in concreto le scelte di esposizione al rischio nei limiti più sopra indicati.

b) L'autonomia statutaria può anche, mi pare, preservare la postergazione nelle perdite degli SFP di patrimonio rispetto al capitale, pur rispettando il principio degli "strati del netto" (ove non si voglia ripensare il detto principio, per meglio considerare anche da un punto di vista contabile le evoluzioni indotte dalla *corporate finance* dell'impresa azionaria), ma per farlo occorre prevedere alternativamente che, (1) ove la posta del netto costituita mediante l'apporto che ha consentito l'emissione dello SFP sia incisa dalle perdite, ciò non di meno permangono i diritti attribuiti dallo SFP, come suggeriscono le massime in commento (ciò che tuttavia non consente la conversione in capitale dello SFP previa diluizione o azzeramento del capitale preesistente, salvo forse il caso in cui si abbiano azioni senza valore nominale) ovvero (2) al verificarsi di perdite che incidono sulla posta del netto costituita dalla riserva SFP, si determina automaticamente (per previsione statutaria in tal senso) l'acquisto da parte dei titolari di SFP di tante azioni dei soci quante sarebbero azzerate o ridotte, ove le perdite non fossero state assorbite dalla riserva SFP. La seconda opzione statutaria mi sembra avrebbe un duplice pregio: in primo luogo, renderebbe esplicita l'opzione che è spesso implicita nella natura economica dello SFP che le parti vogliano esposto alle perdite dopo gli azionisti e consentirebbe, al verificarsi di un evento di innesco grave come l'esistenza di perdite che intaccano la riserva, la conversione dello SFP in capitale, con effetto diluitivo (all'estremo di azzeramento) del capitale esistente. Ciò, beninteso, consentendo preventivamente ai soci che intendessero evitare il prodursi di tale effetto di effettuare i necessari versamenti a copertura perdite, prima che le stesse intacchino la riserva SFP. In secondo luogo, e a differenza di quanto accade ove i diritti dello SFP partecipativo permangano pur senza che vi sia riserva riflessa in bilancio, continuerebbe ad aversi piena trasparenza dell'informativa contabile, giacché tutti i diritti residuali sul supero netto di liquidazione continuerebbero ad essere corrispondentemente riflessi nelle poste del netto (e non solo indicati in nota integrativa).

Resta l'ultimo quesito, sul quale fatico ad abbandonare vecchie convinzioni per quelle nuove, ma al contempo avverto tutto il peso della coerenza. Può davvero ammettersi l'antergazione nelle perdite degli SFP rispetto agli azionisti ordinari? Continua a sembrarmi un'ipotesi incoerente, fin tanto che l'intera struttura organizzativa dell'impresa azionaria continui a riflettere, come mi pare ancora faccia, un paradigma di *governance "equity based"* (tanto è vero che i titolari di SFP non possono avere la maggioranza in consiglio e possono nominare solo un amministratore *indipendente*, dunque non esecutivo). Può darsi che il divieto delle pattuizioni leonine tuttora lo impedisca (ma lo impedisce davvero? E il divieto di patto leonino merita oggi davvero tutto il ruolo che la giurisprudenza teorica e pratica talora vi ascrive?). Riconosco al contempo, tuttavia, che a) il principio di correlazione potere/rischio rappresenta, al più, un'aspirazione tendenziale del sistema, non un vincolo ordinamentale di natura imperativa imposto con piena coerenza dal nostro ordinamento; b) i derivati su azioni (e lo stesso sistema della *record date*) hanno ulteriormente affievolito il nesso necessario tra rischio e "voice"; e c) l'assicurazione sul capitale di rischio potrebbe essere efficiente, ove l'assicuratore (nel caso, il titolare di SFP) sia più attivo nel monitoraggio del management dell'azionista. Non è dunque, la mia, una contrarietà in sé; è piuttosto uno stato di incertezza, nel rilevare come al "tramonto" del paradigma (a lungo ritenuto assoluto) dell'azionista *residual claimant* non si accompagni - come sarebbe necessario - un corrispondente ridisegno, in chiave *multistakeholders*, della *governance* azionaria, almeno per quei casi in cui investimento di capitale e investimento di terzi "fuori capitale" coesistano.