

Fondazione Luca Pacioli



AZIONI E STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

Circolare n. 13/2003

Documento n. 25 del 16 dicembre 2003

| | | | |
|----|---|------|----|
| 1. | Premessa | Pag. | 1 |
| 2. | Partecipazione azionaria e capitale sociale | “ | 2 |
| | <i>2.1. Azioni dematerializzate e azioni prive di valore nominale</i> | “ | 2 |
| | <i>2.2. Assegnazione delle azioni non proporzionale al conferimento</i> | “ | 4 |
| 3. | Categorie di azioni | “ | 6 |
| | <i>3.1. Azioni dotate di “diritti diversi”</i> | “ | 6 |
| | <i>3.2. Azioni riscattabili</i> | “ | 9 |
| | <i>3.3. Diritto di voto</i> | “ | 9 |
| 4. | La circolazione delle azioni ed i vincoli sulle stesse | “ | 11 |
| | <i>4.1. Azioni nominative e al portatore. Limiti alla circolazione</i> | “ | 11 |
| | <i>4.2. Pegno, usufrutto e sequestro delle azioni</i> | “ | 13 |
| 5. | Cenni: le azioni proprie, partecipazioni comportanti responsabilità illimitata, l'unico azionista | “ | 13 |
| | <i>5.1. Azioni proprie</i> | “ | 13 |
| | <i>5.2. Partecipazioni comportanti responsabilità illimitata</i> | “ | 14 |
| | <i>5.3. Unico azionista</i> | “ | 14 |
| 6. | Strumenti finanziari partecipativi | “ | 15 |
| | <i>6.1. Emissione degli strumenti finanziari e disciplina applicabile</i> | “ | 15 |
| | <i>6.2. Aspetti contabili</i> | “ | 19 |

AZIONI E STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

1. Premessa

Che, a seguito della riforma, la disciplina dei titoli rappresentativi della partecipazione a società azionarie evidenzia innovazioni radicali lo si intuisce fin dall'intitolazione che il legislatore attribuisce alla Sezione V del Capo relativo alle società per azioni: il previgente, sintetico "Delle azioni" è infatti divenuto "Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi".

L'ampliamento nella formulazione del titolo è da ricondursi alla riconosciuta facoltà di emettere strumenti finanziari dotati di particolari diritti patrimoniali o amministrativi. Che la sottoscrizione di azioni non rappresenti più l'unico strumento di partecipazione ad una s.p.a. comporta, già di per sé, un mutamento di prospettiva piuttosto rilevante per quanti abbiano formato la propria cultura giuridica nel vigore del "vecchio" Codice Civile; esso, tuttavia, è ben lungi dal rappresentare il solo elemento di rottura rispetto al passato nella disciplina del tema in esame.

Tra gli obiettivi di portata generale che il legislatore delegante poneva alla base della riforma rientrava, infatti, anche quello – invero assai ambizioso – di incentivare il ricorso al mercato dei capitali, ampliando le fonti di finanziamento accessibili alle società di capitali e sviluppandone la patrimonializzazione, ferma restando l'esigenza di garantire "l'equilibrio nella tutela degli interessi dei soci, dei creditori, degli investitori, dei risparmiatori e dei terzi".

In estrema sintesi, l'intervento del legislatore delegato, nel dare attuazione a tali finalità e principi, sembra dunque potersi così schematizzare nei suoi aspetti di maggiore rilievo:

- nell'introduzione della nuova fattispecie degli "strumenti finanziari partecipativi", cui sopra si accennava;
- nel consistente ampliamento della possibilità di creare categorie "speciali" di azioni, "fornite di diritti diversi";
- nel generalizzato riconoscimento, in materia, di ampi margini all'autonomia statutaria, specie per quanto riguarda:
 - la modulazione dell'incidenza della partecipazione di ciascun socio;
 - la regolamentazione dei diritti e delle caratteristiche degli strumenti di partecipazione alla società, nelle loro ora molteplici forme di manifestazione.

La recente riforma si colloca, pertanto, nel solco della tendenza del nostro ordinamento alla "proliferazione degli strumenti attraverso i quali le società per azioni ricercano il finanziamento delle proprie attività" (l'espressione è di F. CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. Comm.*, 2003/I, pag. 414): da uno scenario fortemente semplificato, proprio dell'originario Codice del 1942, caratte-

rizzato dalla netta polarizzazione tra strumenti di “finanziamento di rischio” (le azioni) e di “finanziamento di debito” (le obbligazioni) – disciplinate, per di più, essenzialmente sulla base di norme imperative ed inderogabili – si è così pervenuti ad un contesto normativo in cui le due forme tipiche di raccolta “presentano caratteri così frastagliati ed elastici da mettere in dubbio la stessa individuazione dei loro confini” (M. Sarale, Azioni, obbligazioni ed altri strumenti finanziari); e, d'altronde, tra i due estremi polarizzati (azioni ed obbligazioni nella loro forma “ordinaria”), si colloca ora una amplissima varietà di strumenti “ibridi”, la cui disciplina è in larga parte rimessa alle scelte formulate dai soci in sede statutaria.

2. Partecipazione azionaria e capitale sociale

2.1. Azioni dematerializzate e azioni prive di valore nominale

La sezione dedicata alle azioni ed agli strumenti partecipativi si apre – come già prima della riforma – con l'art. 2346, nel quale risulta ora trasfusa la formula (originariamente collocata nell'art. 2325) che caratterizza tipologicamente la s.p.a., in base alla quale la partecipazione sociale è rappresentata da azioni.

Il contenuto dell'articolo risulta, peraltro, profondamente mutato rispetto alla precedente, sintetica formulazione (che si limitava a sancire il divieto di emissione “sotto la pari”), condensando nei sei commi di cui ora si compone una considerevole concentrazione di novità.

Il primo comma sancisce, infatti, il principio per cui lo statuto può disporre l'esclusione dell'emissione dei titoli azionari, ovvero prevedere l'utilizzazione di “diverse tecniche di legittimazione e circolazione” della partecipazione. L'innovazione non ha, in effetti, carattere di originalità assoluta, posto che:

- da un lato, già l'art. 5 del R. D. 29 marzo 1942, n. 239 consentiva all'assemblea straordinaria delle s.p.a. di deliberare che non si attribuissero ai soci i titoli rappresentativi delle azioni, essendo in tal caso la qualità di azionista provata dall'iscrizione nel libro dei soci;
- dall'altro, la “dematerializzazione” delle azioni è realtà già nota al nostro ordinamento, ed in particolare alle disposizioni del T.U.F. (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) ed alle relative norme di attuazione, che rendono anzi obbligatoria e vincolante, per le società quotate in mercati regolamentati, l'adesione al c.d. “sistema di gestione accentrata”.

Ciò che, tuttavia, sul punto caratterizza la riforma in commento è l'aver generalizzato tale principio con una disposizione di diritto comune, applicabile alla totalità delle società azionarie, che d'altronde si limita a riconoscere una facoltà senza imporre obbligo alcuno. È, anzi, da apprezzare – per la flessibilità che essa assicura alle soluzioni operative adottabili – l'ampiezza della formulazione adottata in pro-

posito, che rimette interamente all'autonomia privata l'individuazione delle specifiche "tecniche" di legittimazione e circolazione, consentendo in prospettiva di rendere meno rigida l'identificazione della partecipazione.

I commi 2 e 3 dell'articolo disciplinano, invece, il valore nominale delle azioni, recando anche sotto tale profilo significativi elementi di innovazione. Ed infatti:

- a) da un lato, l'attribuzione nello statuto di un valore nominale a ciascuna azione è resa puramente facoltativa ed eventuale, rimessa all'autonomia negoziale dei soci;
- b) dall'altro, si prescrive che:
 - se il valore nominale è determinato, per ciascuna azione esso deve inderogabilmente corrispondere – così come sancito nel previgente ordinamento – ad una frazione del capitale sociale;
 - se le azioni sono prive di valore nominale, le disposizioni di legge che fanno riferimento a tale concetto devono ritenersi riferite al rapporto tra il numero delle azioni di ciascun socio ed il numero complessivo di azioni emesse dalla società.

La portata innovativa della disposizione è rilevante essenzialmente sotto il profilo sistematico, oltre che per l'impatto per così dire "psicologico" che può generare nei confronti degli operatori. Uno dei capisaldi della disciplina tradizionale delle società azionarie era infatti costituito dal rapporto particolarmente stretto – nonché assolutamente rigido – sussistente tra valore monetario del capitale sociale, numero delle azioni in circolazione e valore nominale di ciascuna di esse: sicché, noti due dei tre predetti elementi, il restante risultava univocamente determinato sulla base di una precisa relazione matematica. Tant'è che, nell'ordinamento ante-riforma, risultava del tutto indifferente riferirsi al numero delle azioni sottoscritte da un socio, ovvero al loro valore nominale o, ancora, alla quota del capitale che esse rappresentavano.

Il fondamento di tale rigorosa relazione risiedeva, naturalmente, nel principio per cui ogni azione era inderogabilmente dotata di un valore nominale – da indicare obbligatoriamente nell'atto costitutivo della società – risultante dal rapporto tra capitale sociale e numero delle azioni emesse.

Tale fondamento viene dunque meno nei confronti di quelle società che ritengano di avvalersi della facoltà concessa dal legislatore, eliminando dallo statuto (e dai titoli eventualmente emessi) l'indicazione del valore nominale. Tale scelta comporta, naturalmente, una serie di conseguenze:

- a) muta il criterio di misurazione della partecipazione sociale, che per le società interessate dovrà consistere – come già si accennava nelle righe che precedono – nella determinazione del rapporto tra numero di azioni possedute e numero di azioni in circolazione;
- b) il rapporto tra capitale nominale e numero delle azioni conserva un proprio significato, ferma restando la duplice avvertenza che esso non trova riscontro in una specifica pattuizione statutaria, ed è il risultato *ex post* di una operazione aritmetica che non è più necessariamente espressiva – in forza di quanto si vedrà nel successivo paragrafo – del valore del conferimento operato da ciascun socio;

- c) la mancanza di una relazione rigida tra capitale e numero delle azioni, rappresentata dalla fissazione di un valore nominale, comporta un ampliamento del novero delle ipotesi in cui risulterà possibile effettuare operazioni sul capitale senza modificazione del numero delle azioni e viceversa. Ciò consentirà, in particolare, di semplificare le operazioni di aumento gratuito del capitale, che non richiederà più procedure di emissione di nuovi titoli da assegnare ai soci o di sostituzione di quelle in circolazione con altre dotate di un maggior valore nominale; simmetricamente, ne risulteranno snellite le operazioni di riduzione del capitale per esuberanza o per perdite, evitando la frequente necessità di autentici funambolismi amministrativo-contabili al fine del frazionamento o dell'accorpamento dei titoli;
- d) lo statuto può prevedere che la riduzione del capitale sociale per perdite sia deliberata dal Consiglio di Amministrazione;
- e) l'annullamento delle azioni proprie potrà essere effettuato semplicemente con annullamento della speciale riserva, senza necessità di riduzione del capitale sociale.

Allo stesso tempo, permangono comunque alcuni punti fermi, ed in particolare:

- che, da un lato, è fuori discussione che la soppressione del valore nominale, se prevista, dovrà riguardare la generalità delle azioni in circolazione (e, pertanto, le azioni prive di valore nominale non possono considerarsi come una "speciale categoria");
- che, dall'altro, resta confermato il fondamentale principio per cui ciascuna azione rappresenta ed incorpora una uguale quota di partecipazione sociale (la cui misurazione viene, semplicemente, disancorata da uno specifico valore monetario).

Peraltro, ove sia eliminata l'indicazione statutaria del valore nominale delle azioni, si dovrà tenere presente che – conformemente al disposto dell'art. 2346 – la commisurazione dei diritti sociali, siano essi patrimoniali o amministrativi, dovrà avvenire facendo esclusivamente riferimento al numero delle azioni emesse e circolanti; ed anche la formulazione degli eventuali "particolari diritti patrimoniali" riconosciuti a "speciali categorie" di azioni dovrà necessariamente essere operata sulla base di parametri diversi dal valore nominale.

2.2. Assegnazione delle azioni non proporzionale al conferimento

Il successivo comma 4° si apre con una affermazione di principio che si pone sostanzialmente in linea con quanto previsto dal "vecchio" Codice Civile. Si prescrive, infatti, che la sottoscrizione di una quota del capitale sociale dà diritto all'assegnazione di un numero di azioni proporzionale all'importo della sottoscrizione effettuata, entro i limiti del valore attribuibile al conferimento operato.

Tuttavia, a tale criterio – inderogabile nell'ordinamento pre-riforma – risulta attribuito carattere dispositivo, quando non residuale, dal successivo periodo della

norma, che fa salva la diversa disposizione dell'atto costitutivo con la quale si stabilisca una "diversa assegnazione delle azioni".

È proprio con questa disposizione che il legislatore dà attuazione al principio, di cui alla legge delega, del riconoscimento all'autonomia statutaria della facoltà di "*modulare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sulla base di scelte contrattuali*": pertanto, se l'atto costitutivo lo consente, l'attribuzione delle azioni può essere svincolata da un rigido rapporto di proporzionalità rispetto al conferimento e fondarsi invece sul risultato di una valutazione discrezionale – esito, presumibilmente, di un processo di negoziazione tra i soci – che consentirà di tenere conto di elementi non suscettibili di una immediata valutazione patrimoniale; sicché, ad uguali conferimenti operati da soci diversi potrà corrispondere un differente numero di azioni. E ciò, si badi, sulla base di una valutazione *ex ante*, "senza possibilità di riscontrare l'effettività del maggior valore che si è voluto riconoscere al socio" (così M. SARALE, Azioni obbligazioni e altri strumenti finanziari, Relazione al Convegno di Villa Gualino, pag. 3).

L'esempio più immediato che può formularsi sul punto è quello dell'attribuzione di un numero di azioni più che proporzionale al valore del conferimento a favore di un socio il cui ingresso nella compagine azionaria è suscettibile di assicurare alla società un positivo ritorno in termini di prestigio, di affidabilità ovvero di competenze in relazione alle specifiche capacità e conoscenze (in quanto tali non oggettivamente misurabili con il metro monetario) possedute dall'azionista.

Altro esempio è quello di un conferimento in natura il cui valore risulti inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento. L'atto costitutivo può prevedere che, per effetto dell'obbligatoria riduzione del capitale e annullamento delle azioni che risultano scoperte, si determini una loro diversa ripartizione tra i soci (art. 2343).

Correlativamente, risulta modificato il divieto – in precedenza assolutamente inderogabile – di emissione di azioni "sotto la pari", ovvero per importo inferiore al valore del conferimento ad esse corrispondente. Il comma quinto pone, infatti, una "condizione di chiusura" alla sopra menzionata facoltà di assegnazione non proporzionale di azioni, imponendo che l'ammontare del capitale sociale non possa "in nessun caso" eccedere il valore complessivo dei conferimenti dei soci; con il che si assiste ad una sorta di "traslazione" del divieto in parola, il quale non opera più al livello del singolo socio, bensì al livello della società nel suo complesso.

Merita altresì rilevare che la facoltà di disancorare il valore del conferimento rispetto alla quota di capitale attribuita, potrà operare non solo nella fase costitutiva, ma anche durante societate, nell'ambito di successive emissioni azionarie.

Volendo trarre alcune considerazioni conclusive, si può osservare:

- che il divieto di eccedere il valore complessivo dei conferimenti vale a chiarire che la facoltà di assegnazione non proporzionale delle azioni si fonda su una sorta di "gioco a somma zero", nel senso che l'attribuzione ad un socio di azioni per un importo superiore al conferimento da questi effettuato, deve necessariamente trovare compensazione in una assegnazione meno che proporzionale a carico di uno o più altri soci;

- che, in considerazione di quanto sopra, si comprende d'altronde come la facoltà di assegnazione non proporzionale sarebbe rimasta lettera morta se non fosse stata accompagnata da una modifica del divieto di emissione sotto la pari.

È altresì evidente che l'innovazione consistente nella facoltà di assegnazione non proporzionale esprime appieno le proprie potenzialità laddove si combini con l'emissione di azioni senza valore nominale; tuttavia, quand'anche ad essa si ricorra in presenza di azioni dotate di valore nominale, ne risulterà che quest'ultimo non sarà più indirettamente espressivo dell'entità del conferimento effettuato dal socio, risultando semplicemente da un rapporto *ex post* tra capitale e numero delle azioni.

In definitiva, con il riconoscimento della liceità dell'attribuzione non proporzionale, l'ordinamento si limita a prendere atto di una scelta negoziale interna alla compagine sociale, ammissibile proprio perché – continuando a sussistere un vincolo relativo all'entità complessiva dei conferimenti rispetto al capitale nominale globale – essa non dovrebbe, in linea di principio, incidere in alcun modo sugli interessi dei terzi ed in particolare sulla tutela patrimoniale dei creditori. Allo stesso tempo, l'attribuzione di questa facoltà, insieme alle altre soluzioni innovative introdotte dalla riforma (si veda, in particolare, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi di cui *infra*) testimonia altresì della progressiva apertura del legislatore verso l'ammissibilità dei conferimenti "atipici" (che è ormai *jus receptum* nella disciplina delle società a responsabilità limitata).

Perché, infatti, se si può ammettere che al socio sia attribuito un surplus di partecipazione rispetto a quanto risulta conferito sulla base della revisione della stima peritale, per effetto di una particolare valorizzazione negoziale del medesimo conferimento, sembra doversi pure ammettere la valorizzazione che derivi da un conferimento atipico (senza relazione peritale), purché sia rispettato il principio della copertura del capitale nominale globale (es. Capitale sociale _ 120 mila con assegnazione paritaria delle azioni a due soci di cui uno ha versato _ 120 mila e l'altro ha "conferito" know how senza deposito di relazione peritale).

Questa possibilità costituisce una diversa e tecnicamente alternativa possibilità rispetto a quella dell'emissione di strumenti finanziari formati di diritti patrimoniali ed amministrativi, ovviamente con situazioni diverse in caso di inadempimento.

3. Categorie di azioni

3.1. Azioni dotate di "diritti diversi"

Il legislatore della riforma conferma il principio per cui *"tutte le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti"*, che continua ad essere collocato in apertura dell'art. 2348 (così come, in linea di principio, ogni azione

continua ad attribuire “*il diritto ad una parte proporzionale degli utili netti*”). D'altronde – così come già avveniva in precedenza – il successivo comma riconosce la facoltà di derogare all'uguaglianza in linea di principio, consentendo che “*con lo statuto o con successive modificazioni di questo*” siano create categorie di azioni fornite di “diritti diversi”.

Fin qui, pertanto, nulla cambia rispetto al previgente ordinamento. La disposizione evidenzia, invece, un contenuto innovativo sotto il profilo della formulazione testuale nei commi successivi, ove si riconosce espressamente:

- a) che i “diritti diversi” possono avere ad oggetto “*anche (...) l'incidenza delle perdite*”; con il che – ed è esattamente il risultato che il legislatore intendeva conseguire – si pone definitivamente termine, in senso affermativo, alle controverse dottrinali (e giurisprudenziali) sull'ammissibilità delle cosiddette “azioni postergate”; fermo restando che le azioni in commento dovranno pur sempre rispettare i limiti del divieto di “patto leonino” di cui all'art. 2265, sono ora ammissibili sia azioni postergate nelle perdite, sia azioni che partecipino alle perdite in modo proporzionale diverso rispetto alla partecipazione agli utili.

Nel caso esistenza di azioni postergate nelle perdite, con postergazione totale, o parziale oltre un certo limite, occorrerà garantire, attraverso una apposita regolamentazione statutaria, il diritto dei soci ordinari a mantenere inalterata la propria partecipazione nel caso di riduzione del capitale per perdite.

Ciò si potrà ottenere:

- prevedendo la votazione favorevole dell'assemblea speciale dei soci ordinari oltre a quella generale, nel caso di riduzione non obbligatoria;
- prevedendo l'esclusione del diritto di opzione dei soci privilegiati nella ricostituzione del capitale sino all'originario importo.

Non può, tuttavia, farsi a meno di osservare come la rilevanza di simili clausole si presenti fortemente attenuata per quelle società che si avvalgono della facoltà di soppressione del valore nominale delle azioni. L'effettiva funzione delle clausole di postergazione è infatti rappresentata, in molti casi, dall'esigenza di assicurare una tutela dell'entità di privilegi patrimoniali commisurati al valore nominale delle azioni, a fronte del rischio di riduzione del capitale sociale per perdite: esigenza che viene evidentemente a mancare laddove simili privilegi siano commisurati – come è necessario nelle società con azioni prive di valore nominale – a parametri differenti.

Il legislatore non ha, peraltro, risolto il principale problema connesso alla presenza di tali clausole – che, pertanto, continuerà a porsi nei casi in cui si manifestino effettivamente delle perdite incidenti sul capitale, le quali colpiranno selettivamente le azioni ordinarie e solo in via eventuale e subordinata quelle postergate – relativo alla necessità di rideterminare il valore nominale delle azioni al fine di ristabilirne l'uniformità intrasocietaria.

- b) che la determinazione del contenuto e dei diritti relativi alle azioni appartenenti a ciascuna categoria è rimessa all'autonomia dei soci (naturalmente, nel rispetto di quanto prescritto dalle norme imperative in materia ovvero, per usare l'espressione del legislatore, "nei limiti imposti dalla legge");
- c) che tutte le azioni di una medesima categoria attribuiscono uguali diritti ai loro titolari, ma sono ovviamente diritti diversi per le varie categorie.

Sicché, a ben vedere, la novella si limita a chiarire ed esplicitare principi che già in precedenza potevano essere dedotti in via interpretativa – e che, specie con riferimento ai due ultimi punti, risultavano sostanzialmente incontrovertiti e dati per acquisiti dagli esegeti.

La creazione di categorie di azioni e l'individuazione della relativa disciplina sono, dunque, essenzialmente rimesse all'autonomia dei soci; tuttavia, il legislatore si premura di individuarne due fattispecie tipizzate:

- a) le azioni a favore dei prestatori di lavoro, che continuano a trovare la propria disciplina nell'art. 2349, il quale ricalca nella sostanza la precedente formulazione, salve talune precisazioni:
 - l'assegnazione deve essere prevista dallo statuto e deve essere deliberata dall'assemblea straordinaria;
 - essa può avvenire non solo a favore dei dipendenti della società, ma anche dei dipendenti delle controllate da quest'ultima;
 - essa può avere ad oggetto, oltre che azioni (sebbene disciplinate da "norme particolari"), anche strumenti finanziari partecipativi (per i quali si rinvia al paragrafo seguente);
- b) le azioni fornite di diritti patrimoniali "correlati ai risultati dell'attività sociale in determinati settori", (2350) che – in via non dissimile da quanto accade in relazione ai c.d. "patrimoni destinati" – assolvono la funzione di segmentare e limitare a specifiche iniziative il rischio assunto dal sottoscrittore. In effetti, qui la separazione è solo contabile, non si traduce in una forma di vera e propria segregazione patrimoniale, posto che ai titolari di "azioni correlate" non possono essere corrisposti dividendi se non entro il limite dell'utile complessivamente conseguito dalla società e risultante dal bilancio; sicché:
 - resta in capo ai possessori il rischio che perdite subite dalla società in altri settori vanifichino il conseguimento di una remunerazione;
 - il rischio potrebbe trovare compensazione in clausole che assicurino il "riporto a nuovo" del diritto agli utili generati nello specifico settore, prevenendo la reintegrazione dell'ammontare destinato alla remunerazione delle azioni correlate con gli utili generati dalla società negli esercizi successivi.

Nel caso di emissione di tali azioni, lo statuto deve altresì fissare "*i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni e le eventuali condizioni o modalità di conversione in azioni di altra categoria*": ciò in relazione alla evidente necessità di poter misurare distintamente il risultato economico conseguito nello specifico settore, in vista della distribuzione di dividendi. In tale fattispecie potranno rientrare le cosiddette *subsidiary shares*, cioè

le azioni per le quali il diritto all'utile è commisurato ai risultati di una società controllata, con l'unico limite dell'utile di bilancio.

3.2. Azioni riscattabili

La riforma introduce altresì, con l'art. 2437-*sexies*, la fattispecie delle “azioni riscattabili”, definite come le “azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci”.

Fermi restando i limiti prescritti dalla disciplina in materia di azioni proprie, l'introduzione di clausole che prevedano, al ricorrere di determinate condizioni, la facoltà (ovvero l'obbligo) in capo alla società o agli altri azionisti di riacquistare le partecipazioni possedute da un socio (ovvero appartenenti ad una particolare categoria) consente di disporre di un ulteriore strumento di governo e di controllo sulla composizione della compagine sociale, che completa il quadro costituito dai divieti di alienazione e dalle clausole di gradimento.

D'altronde, ove esse siano configurate come obblighi di riacquisto al quale è correlata una mera facoltà di vendita da parte del socio, tali clausole possono costituire un effettivo incentivo all'ingresso in società, specie nelle fasi di *start-up*, di “finanziatori non imprenditori”, i quali ottengono in tal modo la certezza di poter disporre di una rapida via di uscita al verificarsi di eventi indesiderati, ovvero possono essere opportunamente utilizzabili in caso di *stock option* per i manager.

Quanto alla determinazione del prezzo di riscatto, la norma dispone che essa avvenga sulla base dei criteri che disciplinano la quota di liquidazione in caso di recesso del socio, con il che si assicura, almeno tendenzialmente, il rimborso al socio uscente di una somma prossima al valore effettivo delle azioni.

3.3. Diritto di voto

La possibilità di definire liberamente caratteristiche e diritti inerenti le “particolari categorie” di azioni continua, invero, a trovare una restrizione nell'art. 2351, per l'ipotesi in cui in relazione alle stesse siano introdotte limitazioni al diritto di voto (non necessarie). Al fine di evitare possibili abusi (primo fra tutti, l'eventualità che l'effettivo controllo degli organi sociali sia conseguito sottoscrivendo una quota marginale, qualora la maggioranza dello stesso fosse costituita da azioni prive del diritto di voto), permane infatti la prescrizione per cui le azioni a voto limitato non possono nel complesso eccedere il 50% del capitale sociale. Peraltro, come nel precedente ordinamento, il legislatore ha ommesso di dettare una disciplina espressa per l'ipotesi di superamento di tale soglia: sicché permangono tutti i dubbi formulati circa le relative conseguenze da parte degli interpreti (parte dei quali sono prevenuti ad ipotizzare, quale *estrema ratio*, la messa in liquidazione della società).

Sul punto merita, altresì, di essere ulteriormente rilevato:

- che la limitazione del diritto di voto non presuppone più la necessaria attribuzione di vantaggi patrimoniali correlati e “compensativi”, e può pertanto essere prevista senza il riconoscimento di alcun genere di contropartita;
- che, laddove nel previgente ordinamento – fatta salva la disciplina delle azioni di risparmio – le limitazioni statutarie non potevano comunque spingersi al punto di privare le azioni del diritto di voto nell’assemblea straordinaria, è ora invece consentito che le categorie di partecipazioni in esame siano del tutto prive di tale diritto, ovvero con diritto di voto limitato a particolari argomenti o, ancora, subordinato al verificarsi di particolari condizioni purché non meramente potestative (art. 2351) (es. recupero diritto di voto se non ci sono utili o per taluni argomenti come la nomina degli amministratori). Quest’ultima facoltà riveste particolare interesse laddove essa consente di modulare il diritto delle diverse categorie di azionisti di partecipare alle deliberazioni sociali in funzione dell’andamento della gestione sociale (ad esempio, consentendo o precludendo il voto in assemblea a determinate categorie di azionisti in base all’entità del risultato dell’esercizio);
- che è altresì consentita l’adozione di clausole statutarie di scaglionamento del diritto di voto (ovvero di fissazione di soglie massime all’esercizio di tale diritto) in funzione della quantità di azioni possedute da un medesimo socio, seppure tali possibilità siano riconosciute esclusivamente alle società che non fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio. Si tratta di uno strumento particolarmente utile in vista dell’esigenza di valorizzare la rilevanza delle partecipazioni minoritarie nell’ambito dei processi decisionali societari, posto che ne consegue una spettanza dei diritti di voto meno che proporzionale rispetto alla quota di partecipazione per quei soci che eccedano le soglie statutariamente definite, e potrà altresì essere proficuamente utilizzato al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e di controllo, limitando la possibilità di “scalate” da parte di singoli soci;
- che in ogni caso continua ad essere affermato il principio che non possono emettersi azioni a voto plurimo, benché tale principio sia scalfito dalla possibilità di limitazione del diritto di voto per taluni soggetti;
- che in ipotesi di coesistenza di azioni correlate (art. 2350) e di azioni sprovviste del diritto di voto in relazione a deliberazioni riguardanti il ramo di attività correlato, può delinearsi la possibilità che singole divisioni interne della società possano essere oggetto di un cambiamento del controllo che non coinvolge la società nel suo complesso; o viceversa tale coesistenza (azioni correlate al settore più redditizio) potrebbe costituire un freno preventivo a scalate ostili.
- che si può ipotizzare un’azione completamente priva del diritto di voto (diritto amministrativo per eccellenza) che dia diritto ad un dividendo fisso e cumulabile: la differenziazione con le obbligazioni va sempre più sfumandosi. Qui si mantiene l’aleatorietà della remunerazione ma è facile vedere la vicinanza con il tipo di obbligazioni nelle quali l’entità del pagamento degli interessi può variare in relazione a parametri oggettivi relativi all’andamento economico della società.

4. La circolazione delle azioni ed i vincoli sulle stesse

4.1. Azioni nominative e al portatore. Limiti alla circolazione

Come già prescritto nel tuttora vigente ordinamento, le azioni possono essere emesse come titoli nominativi o al portatore, distinzione che genera ovvie e rilevanti conseguenze con riferimento alle modalità di circolazione delle stesse.

La scelta sul punto spetta, a norma del nuovo art. 2354, al socio, salvo che la legge o lo statuto non dispongano diversamente. Pertanto, la decisione che, in prima approssimazione, appare rimessa al sottoscrittore delle azioni, è in realtà condizionata al contenuto delle eventuali disposizioni statutarie. Inoltre, laddove il “vecchio” art. 2355 faceva salva la sola ipotesi che lo statuto prescrivesse la nominatività obbligatoria (“*le azioni possono essere nominative o al portatore, a scelta dell’azionista, se l’atto costitutivo non stabilisce che devono essere nominative*”), è ora resa ammissibile – e prevalente sulla volontà del singolo socio – una qualsivoglia disposizione statutaria sul punto, e pertanto anche la clausola che prescriva l’emissione al portatore.

Sul piano degli effetti pratici della norma non va peraltro sottovalutato il permanere dell’inciso che fa salva la diversa disposizione di legge. Nel nostro ordinamento, infatti, dapprima la legge n. 96/1942, poi la legge n. 1745/1962 ed infine il D.P.R. n. 600 del 1973, art. 74, hanno stabilito e confermato il principio di nominatività obbligatoria dei titoli azionari emessi dalle società di diritto italiano¹. Non risultando, tra le disposizioni finali e transitorie del decreto attuativo della riforma, alcuna indicazione nel senso dell’abrogazione delle norme sopra citate, deve concludersi che l’obbligo di emissione nominativa continua a trovare piena applicazione anche nell’ambito del nuovo ordinamento.

Il successivo art. 2355 detta una disciplina di massima della circolazione dei titoli azionari:

- a) nel caso in cui lo statuto preveda che non si emettano i titoli azionari, così come consentito dall’art. 2346, il trasferimento degli stessi si realizza con l’iscrizione sul libro dei soci, momento a decorrere dal quale il mutamento della titolarità ha effetto nei confronti della società (manca, peraltro, l’obbligo di iscrizione del trasferimento presso il registro delle imprese, previsto invece per le s.r.l.; e manca pertanto una norma che, come invece per queste ultime, ricollegghi all’iscrizione nel registro delle imprese la funzione di dirimere gli eventuali conflitti tra più acquirenti dei medesimi titoli: conflitti che dovranno, pertanto, essere risolti sulla base dei principi generali dell’ordinamento).
- b) quanto alle azioni al portatore (si intende, non dematerializzate), esse – conformemente a quanto previsto dalle norme generali del Codice in tema di titoli al portatore – si trasferiscono con la semplice consegna del titolo;

¹ Principio al quale fanno eccezione, in forza della espressa deroga legislativa, le azioni di risparmio (art. 145, comma 3, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e le azioni delle società di investimento a capitale variabile (SICAV) (art. 45, comma 4, D.Lgs. 58 citato).

- c) infine, il trasferimento delle azioni nominative non dematerializzate potrà continuare ad avvenire, in alternativa:
- sulla base del cosiddetto “*trasfert*” ex art. 2022, e pertanto con il rilascio da parte della società emittente di un nuovo titolo recante l’intestazione all’acquirente (ovvero, con l’annotazione del trasferimento sul titolo a cura della società) e la contestuale registrazione del mutamento di proprietà sul libro dei soci;
 - mediante girata autenticata da un notaio o da altro operatore a ciò legittimato, di modo che il giratario, che si dimostri possessore del titolo in base ad una serie continua di girate, ha diritto di ottenere, da parte della società emittente, l’annotazione del trasferimento nel libro dei soci.

L’art. 2355-*bis* si preoccupa, invece, di disciplinare le ipotesi in cui è consentito che lo statuto ponga dei limiti alla libertà di circolazione delle azioni:

- a) in primo luogo, nel caso di emissione di azioni nominative ed in quello di dematerializzazione dei titoli di partecipazione, resta confermato che lo statuto può sottoporre a “*particolari condizioni*” il loro trasferimento. Merita osservare che il legislatore, stabilendo nel nuovo art. 2437 che “*salvo che lo statuto disponga diversamente, hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso all’approvazione delle deliberazioni riguardanti (...) l’introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari*”, ha risolto – in senso negativo – una risalente controversia interpretativa circa la corretta modalità procedimentale da applicare per l’introduzione, la modifica o l’eliminazione di tali vincoli, sostenendosi da parte di taluni che tali operazioni dovessero essere necessariamente deliberate all’unanimità dei soci, pena la relativa inefficacia;
- b) il contenuto innovativo della norma emerge peraltro appena si prosegue nella lettura della disposizione, ove si prevede che lo statuto possa impedire del tutto il trasferimento delle azioni, sebbene limitatamente ad un periodo massimo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto. Si noti che tale ultima fattispecie, a norma dell’art. 2437, non integra una causa legale di recesso per il socio (naturalmente una tale causa di recesso potrebbe essere prevista dallo statuto, ma è alquanto improbabile che ciò avvenga nella prassi: la finalità del divieto temporaneo di trasferimento è, infatti, quella di stabilizzare e “cristallizzare” la compagine sociale, sicché sarebbe ben strano che lo statuto restituisse, sottoforma di diritto di recesso, la possibilità di uscita dalla società che intende precludere con il divieto di trasferimento).
- c) in secondo luogo, viene riconosciuta la legittimità di disposizioni statutarie che subordinino il trasferimento delle partecipazioni al “mero gradimento” espresso da organi sociali o di altri soci, e pertanto ad una valutazione puramente discrezionale operata da tali soggetti. In presenza di simili pattuizioni statutarie, il correttivo che il legislatore introduce al fine di evitare l’insorgere in capo al socio alienante di un sostanziale vincolo di intrasferibilità perpetua, consiste nell’imposizione a carico della società o degli altri soci di un obbligo

di acquisto, ovvero il riconoscimento del diritto di recesso del socio alienante. Nel caso di recesso o di acquisto obbligatorio da parte della società o dei soci il corrispettivo è stabilito secondo le modalità previste dall'art. 2437-ter (determinazione da parte degli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato alla revisione, sulla scorta del valore risultante da una situazione patrimoniale della società riferita ad un periodo anteriore di non oltre tre mesi). In mancanza di tali correttivi, la sanzione prevista è l'inefficacia della clausola di mero gradimento.

Si noti, sul punto, che la soluzione adottata dal nuovo testo normativo si colloca in posizione nettamente antinomica rispetto a quanto risultava fino ad ora sancito dalla legge n. 281/1985, il cui art. 22 – collocandosi nel solco di un orientamento giurisprudenziale che era andato consolidandosi fin dagli anni '70 – dichiarava radicalmente inefficaci le clausole di mero gradimento. In effetti, le disposizioni finali e transitorie del decreto di riforma non contengono una espressa abrogazione di tale norma: peraltro, dato l'aperto contrasto con il nuovo disposto del Codice, si deve ritenere che essa risulti implicitamente caducata dalla *lex superveniens*.

4.2. Pegno, usufrutto e sequestro delle azioni

Il legislatore delegato ha colto l'occasione della riforma per risolvere alcune delle controversie interpretative in precedenza insorte sul tema dei vincoli relativi alle partecipazioni. In particolare, viene chiarito (art. 2352):

- che è ammissibile il sequestro delle azioni, essendo in tal caso attribuito al custode delle stesse l'esercizio di tutti i diritti (patrimoniali ed amministrativi) che sarebbero, ordinariamente, di competenza del titolare delle azioni;
- che, se le azioni attribuiscono un diritto di opzione, questo compete al socio, il quale deve esercitarlo provvedendo a versare le somme necessarie; in mancanza, il diritto di opzione deve essere alienato per conto del socio a mezzo di banca o di intermediario autorizzato alla negoziazione nei mercati regolamentati;
- che nel caso di aumento gratuito del capitale sociale il pegno, l'usufrutto o il sequestro si estendono anche alle azioni di nuova emissione;
- che, infine, in caso di pegno o di usufrutto i diritti amministrativi non diversamente disciplinati dalla legge, dal titolo o dal provvedimento del giudice, spettano sia al socio, sia al creditore pignoratizio o all'usufruttuario.

5. Cenni: le azioni proprie, partecipazioni comportanti responsabilità illimitata, l'unico azionista

5.1. Azioni proprie

La disciplina applicabile alle operazioni che la società può compiere sulle proprie azioni resta sostanzialmente immutata (cfr. artt. 2357 e ss.), salve le due seguenti precisazioni:

- a) come peraltro pacificamente ammesso in dottrina, il legislatore consente che l'assemblea che autorizza l'acquisto di azioni proprie, possa prevedere operazioni successive di acquisto, disposizione e alienazione, nel rispetto dei limiti quantitativi (soglia del 10% del capitale) e degli ulteriori adempimenti prescritti dalla legge (art. 2357-ter);
- b) sebbene sia confermato che, in linea di principio, fintantoché le azioni restino in proprietà della società che le ha emesse i diritti patrimoniali inerenti alle stesse sono attribuiti agli altri soci proporzionalmente alla quota di partecipazione, tuttavia si consente (art. 2357-ter e quater) che l'assemblea, in deroga a quanto sopra, possa autorizzare gli amministratori ad esercitare (in tutto o in parte) il diritto di opzione. La previsione risulta, peraltro, in aperto contrasto con il divieto di sottoscrizione delle azioni o quote proprie prescritto dalle direttive comunitarie e, stante la prevalenza di queste ultime nella gerarchia delle fonti del diritto, dovrebbe ritenersi illegittima e tout court inefficace.

5.2. Partecipazioni comportanti responsabilità illimitata

Risolvendo una controversia interpretativa protrattasi per decenni (e che, in giurisprudenza, aveva visto prevalere un orientamento particolarmente restrittivo), il nuovo 2° comma dell'art. 2361 riconosce espressamente la legittimità della partecipazione di una società di capitali in una società di persone, anche nel caso in cui ciò comporti l'assunzione di una responsabilità patrimoniale illimitata per le obbligazioni delle partecipate. L'acquisizione di una tale partecipazione risulta sottoposta ad un duplice onere:

- a) deve essere deliberata dall'assemblea della società per azioni;
- b) nella nota integrativa, gli amministratori devono fornire "specifica informazione" circa tali partecipazioni.

Ciò che la norma non chiarisce sono le conseguenze dell'inadempimento di una o di entrambe tali condizioni: sul punto sembra tuttavia ipotizzabile, in base ad esigenze di coerenza sistematica, configurare l'imputazione della responsabilità per tali obbligazioni in capo agli amministratori della società per azioni.

5.3. Unico azionista

La sezione V si chiude con l'art. 2362, che disciplina l'ipotesi in cui tutte le azioni della società siano detenute da un unico soggetto.

Come noto, la disciplina previgente prevedeva la responsabilità illimitata del socio unico per le obbligazioni sorte nel periodo di concentrazione della partecipazione, seppure subordinatamente all'insolvenza della società, fermo restando il divieto di costituire società per azioni *ab origine* unipersonali.

La riforma, conformandosi in ciò a quanto già previsto in tema di s.r.l., ha rimosso tale ultimo divieto; correlativamente, è ora consentito che anche in caso di insolvenza della società, l'unico azionista risponda delle obbligazioni sociali limitatamente al conferimento effettuato (ovvero, in altri termini, che anche in tali circostanze delle obbligazioni sociali risponda "soltanto la società con il suo patrimonio"), purché siano rispettate talune prescrizioni in tema di conferimenti e di adempimenti pubblicitari:

- a) la concentrazione delle azioni in un unico soggetto comporta l'obbligo del versamento dell'intero ammontare dei conferimenti in denaro;
- b) gli amministratori devono rendere pubblica l'unicità dell'azionista attraverso il deposito, presso il registro delle imprese, di una apposita dichiarazione;
- c) i contratti della società con l'unico socio o le operazioni a favore dell'unico socio siano opponibili ai creditori della società solamente se risultano dal libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio di amministrazione o da atto scritto avente data certa anteriore al pignoramento.

6. Strumenti finanziari partecipativi

La nuova normativa individua quattro tipologie di strumenti finanziari, cioè rispettivamente quelli contemplati:

- a) all'art. 2346, sesto comma;
- b) all'art. 2349, secondo comma, rivolta ai dipendenti della società e della società del gruppo;
- c) all'art. 2447 ter, lettera e), connessi alla costituzione di un patrimonio separato;
- d) all'art. 2411, che tratta delle obbligazioni.

6.1. Emissione degli strumenti finanziari e disciplina applicabile

Come già accennato in premessa, l'ultimo comma dell'art. 2346 offre alle società azionarie la possibilità di emettere "strumenti finanziari partecipativi", ovvero, per utilizzare l'espressione adottata dal legislatore, "*strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi*" (i primi saranno sempre presenti, i secondi costituiscono un'opzione), in relazione all'apporto, da parte di soci o di terzi, "*anche di opere e servizi*".

Nonostante le disposizioni in materia siano estremamente generiche, rimettendo pressoché interamente all'autonomia statutaria la relativa disciplina (come osserva D. LAMANDINI, *Le azioni e le obbligazioni*, Relazione al Convegno Paradigma, pag. 15, "il legislatore si limita qui a disporre solo una disciplina di cornice"), è comunque possibile individuare taluni aspetti problematici sui quali conviene compiere alcune riflessioni più approfondite:

- a) la norma non fornisce una specifica definizione di "strumento finanziario": si tratta peraltro di un concetto ormai ben noto al nostro ordinamento, essendo stato introdotto dal D.Lgs. n. 415/1996, recante norme in materia di intermediazione finanziaria, e successivamente trasfuso nel c.d. "decreto Draghi" o Testo Unico della Finanza (D.Lgs. n. 58/1998): sicché per la delimitazione della fattispecie è possibile ragionevolmente riferirsi all'ampia e dettagliata definizione contenuta nel relativo art. 1 (così, in particolare, P. GROSSO, *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari*, in *Le società*, 2003, n. 10, pag. 1311) (vale a dire titoli, valori, contratti, comunque negoziabili ovvero destinati ad un mercato);
- b) la fattispecie degli strumenti partecipativi induce a proporre un parallelo, vista in particolare la terminologia utilizzata ("*apporto*"), con i contratti di associazione in partecipazione di cui agli artt. 2549 e segg., caratterizzati, come noto, dall'apporto di un soggetto associato a favore di un imprenditore associante, in contropartita di un diritto di partecipazione agli utili dell'impresa di quest'ultimo o di uno specifico affare²;
- c) un primo problema concerne la qualificazione giuridica del rapporto che si instaura tra il titolare dello strumento finanziario (socio o terzo) e la società, in base al quale il primo effettua un determinato apporto (di denaro, di beni in natura, di crediti ovvero, per l'appunto, "*anche di opere e servizi*") a fronte del riconoscimento di diritti patrimoniali e / o amministrativi, la cui individuazione è interamente demandata all'autonomia negoziale delle parti. Se, sicuramente, tale rapporto non configura un vincolo di società (lo conferma, tra l'altro, la circostanza che a fronte dell'emissione di tali strumenti possano essere apportati servizi o prestazioni d'opera, che non possono formare oggetto di conferimento), d'altronde non pare di immediata soluzione il quesito se esso abbia carattere associativo o di scambio, seppure con l'assunzione di un rischio di carattere imprenditoriale. Sul punto, proprio la prospettata analogia con il contratto di associazione in partecipazione potrebbe far propendere per la qualificazione come rapporto di scambio. In ogni caso la possibilità di dare disciplina statutaria a rapporti contrattuali costituisce la maggiore utilità dello strumento, forse più che la possibilità di consentire la circolazione dei diritti, difficile nella pratica, specie laddove lo strumento finanziario deriva da una prestazione legata al suo titolare;

² Va però tenuto presente che la genericità della norma dà ampio spazio all'autonomia contrattuale e consente di realizzare l'operazione di emissione degli strumenti finanziari secondo vari assetti economici, con conseguente riconducibilità della fattispecie a schemi contrattuali anche diversi dall'associazione in partecipazione (cfr. Mario Notari, *le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, reperibile in [www. notarlex.it](http://www.notarlex.it)).

- d) la norma non specifica quale sia l'organo sociale al quale compete la decisione di emettere tali strumenti. Il silenzio della legge sembrerebbe indurre a ritenere ammissibili clausole che attribuiscono tale competenza all'organo amministrativo. Tuttavia, stante la possibilità che tali emissioni comportino una erosione dei diritti spettanti ai soci e visto altresì che l'art. 2349 impone una deliberazione dell'assemblea straordinaria per l'assegnazione di tali strumenti a favore dei dipendenti della società, non si può escludere che sul punto prevalga, in futuro, un orientamento restrittivo;
- e) nessuna limitazione espressa è prevista con riferimento alla quantità di strumenti finanziari che la società può emettere: ci si potrebbe pertanto domandare se un tale limite debba ritenersi applicabile per analogia rispetto a quanto previsto dall'art. 2351 (le azioni senza diritto di voto, con voto limitato o subordinato non possono complessivamente superare più del 50% del capitale sociale);
- f) sorge altresì il dubbio che l'emissione di strumenti finanziari partecipativi possa concorrere alla qualificazione della società emittente quale soggetto facente ricorso al mercato del capitale di rischio ai sensi e per gli effetti dell'art. 2325-*bis*: infatti, in base al combinato disposto del nuovo art. 111-bis delle disposizioni di attuazione del Codice Civile e dell'art. 2 del regolamento CONSOB n. 11971/1999, detta qualifica compete alle società aventi patrimonio netto superiore a € 5.000.000 ed un numero di "azionisti o obbligazionisti" superiore a 200. In particolare, ci si potrebbe legittimamente domandare se nel computo di tale numero non debbano altresì includersi i titolari di strumenti finanziari partecipativi: la formulazione letterale della norma dovrebbe, di per sé, indurre ad escluderlo, non essendo gli strumenti in esame, tecnicamente, né "azioni" né "obbligazioni"; tuttavia, dal punto di vista sostanziale, essi si collocano potenzialmente in una posizione ibrida, potendo possedere caratteristiche proprie delle une e delle altre in base alla natura dei diritti patrimoniali ed amministrativi da essi attribuiti;
- g) quanto alla natura dell'apporto, la formulazione residuale adottata dalla norma ("*anche opere o servizi*") lascia intendere che esso possa essere costituito da qualsiasi attività suscettibile di valutazione economico-patrimoniale (e quindi, in particolare, da quelle prestazioni di fare che non possono formare oggetto di un vero e proprio conferimento – Art. 7, II direttiva). Ne consegue in particolare che l'apporto non deve necessariamente essere costituito da entità patrimoniali iscrivibili nell'attivo del bilancio (e, sul punto, si veda il successivo paragrafo). Invero, l'acquisizione di utilità non conferibili risultava già previsto dal previgente ordinamento, nell'ambito della disciplina delle prestazioni accessorie ex art. 2345: ma si trattava (e si tratta tuttora, dal momento che la norma in esame è rimasta al suo posto!) di una fattispecie per definizione "accessoria" ad un conferimento principale, laddove nel caso degli strumenti partecipativi l'apporto "atipico" può essere del tutto indipendente (ossia, l'apporto di ciascun "finanziatore" può essere interamente ed esclusivamente costituito da prestazioni d'opera o di servizi, di per sé non conferibili). Potrebbero rientrare nell'ambito di tali

- rappporti obblighi di non concorrenza, uso del nome, conferimenti con effetti obbligatori;
- h) amplissimi margini sono riconosciuti all'autonomia dei soci anche nel disciplinare il "contenuto" di tali strumenti: è infatti rimessa allo statuto l'individuazione, oltre che delle modalità e condizioni di emissione, anche dei diritti che essi attribuiscono, delle sanzioni previste per l'ipotesi di inadempimento delle relative prestazioni da parte del sottoscrittore nonché delle modalità di circolazione degli stessi, nell'ipotesi in cui ne sia consentito il trasferimento. In particolare, il legislatore si limita a prevedere genericamente che ai titolari di tali strumenti possano essere riconosciuti "diritti patrimoniali o amministrativi". Con riferimento ai primi, il loro contenuto non potrà che dipendere dalle caratteristiche delle operazioni economiche alle quali l'apporto si riferisce e potrà presentare la più ampia varietà, collocandosi tra gli estremi rappresentati, da un lato, da una remunerazione del capitale investito assimilabile agli interessi su titoli obbligazionari e, dall'altro, da forme di partecipazione agli utili derivanti dall'esercizio dell'impresa sociale, di una particolare attività o di uno o più specifici affari;
- i) quanto ai diritti amministrativi, il solo limite espressamente imposto alla discrezionalità riconosciuta ai soci è previsto laddove si dispone che tali strumenti non possono comunque attribuire il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. L'effettiva portata del divieto si coglie soltanto ove se ne combini la lettura con il disposto dell'art. 2351, che rende ammissibile il riconoscimento ai titolari degli strumenti partecipativi del diritto di voto "su argomenti specificamente indicati". In particolare, lo statuto potrà riservare ai possessori di tali strumenti il diritto di designare un componente indipendente dell'organo amministrativo (consiglio di amministrazione o consiglio di sorveglianza) o di un sindaco. A quest'ultimo proposito, può rivestire un qualche interesse rilevare:
- da un lato, che la formulazione letterale della norma ("*un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco*") sembra indicare che lo statuto possa riservare ai possessori di strumenti finanziari, in alternativa, o la nomina di un amministratore o la nomina di un componente l'organo di controllo, ma non di entrambi. Analogamente, il testo della disposizione si riferisce alla nomina di "un" amministratore o di "un" sindaco, e non di "uno o più" di essi, sicché ci si può domandare se il legislatore abbia consapevolmente voluto introdurre limitazioni quantitative in materia (e, quindi, se sia ammissibile una ipotetica clausola statutaria che consenta la nomina di più di un amministratore o sindaco). Se sul primo punto sembra ragionevole ritenere, anche in base a considerazioni di coerenza sistematica e di ratio sostanziale della norma, che la "o" possa essere letta come una "e", non altrettanto indiscutibile pare la risposta affermativa sul secondo punto in esame;
 - in secondo luogo, il legislatore prevede (art. 2376) che i possessori di ciascuna categoria degli stessi (così come quelli di ciascuna categoria di azioni) siano organizzati in una assemblea speciale. A differenza dell'ipotesi di emis-

sione di strumenti finanziari correlati ad un patrimonio destinato l'istituzione di una assemblea speciale è prevista solo nel caso in cui gli strumenti finanziari attribuiscono diritti amministrativi (e non se attribuiscono esclusivamente diritti patrimoniali, con una disparità di trattamento che può comportare profili di incostituzionalità di tale norma, ma che potrebbe anche essere oggetto di modifica), manca la previsione espressa della nomina di un rappresentante comune, ed infine la relativa competenza è riconosciuta solo in relazione alle deliberazioni potenzialmente pregiudizievoli per la categoria e non, più genericamente, a tutte le "materie di interesse comune" (vedi 2447-*octies*). In effetti, in dottrina (cfr. F. CORSI, cit., pag. 419) non è mancato chi ha sostenuto la legittimità (ed, anzi, la doverosità) dell'applicazione analogica alla fattispecie in esame delle norme relative agli strumenti finanziari correlati ai patrimoni destinati: e ciò sia in relazione alla disciplina dell'organizzazione collettiva dei sottoscrittori, sia in relazione all'obbligo della società di tenere un apposito "libro degli strumenti finanziari".

6.2. Aspetti contabili

Gli apporti effettuati a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi possono essere così schematicamente classificati:

- a) apporti consistenti in entità patrimoniali suscettibili di formare oggetto di conferimento in una società per azioni (tipicamente: denaro, beni in natura, crediti);
- b) apporti consistenti in entità patrimoniali che, pur possedendo una utilità economica, non sono conferibili (tipicamente: opere e servizi).

Le conseguenze in termini di rilevazioni contabili da effettuarsi da parte della società sono, naturalmente, differenti in funzione delle caratteristiche dell'apporto. Ed infatti:

- a) nei casi sub a il conseguimento dell'apporto comporterà l'iscrizione di attività patrimoniali, che mancherà invece nel caso sub b;
- b) negli stessi casi sub a si potrà altresì procedere alla contabilizzazione di poste del passivo, in relazione all'eventuale assunzione di obblighi restituivi, siano essi sottoposti o meno a condizione.

Ci si può poi legittimamente domandare se tali poste del passivo vadano classificate tra le voci di debito o di patrimonio. La prima soluzione è assolutamente incontrovertibile nei casi in cui la società assuma un obbligo incondizionato di restituzione dell'apporto, a prescindere dall'esito dell'operazione economica: in tal caso, non può infatti dubitarsi della natura di finanziamento rivestita dall'apporto. Essendo, poi, fuori discussione che all'apporto non può in nessun caso attribuirsi natura di conferimento, va comunque esclusa l'ipotesi di iscrizione di una posta a titolo di capitale sociale. Tuttavia, in dottrina è stato suggerito (cfr. V. SANTORO, Emissione delle azioni, commento all'art. 2346 Cod. Civ. in AA.VV. - La riforma

delle società, Giappichelli, Torino, 2003, tomo I, pag. 130) che quando l'apporto è costituito da entità patrimoniali suscettibili di iscrizione in bilancio, "ad essi deve accedere un vincolo di destinazione simile al capitale, occorre, in altri termini, creare una posta del patrimonio netto equivalente ad una riserva indisponibile". Analogamente D. LAMANDINI, cit., pag. 16, secondo il quale se non è previsto un obbligo di restituzione "esso potrà verosimilmente imputarsi a patrimonio, dando luogo ad una pretesa di quasi capitale", da iscriversi "nel contesto di una riserva statutaria o appositamente costituita con la delibera di emissione". In senso dubitativo, sul punto, cfr. anche M. SARALE, cit., pag. 4.

Tale tesi suscitano perplessità. Riteniamo in ogni caso che la questione non si ponga qualora l'operazione economica sottostante alla emissione degli strumenti finanziari sia riconducibile allo schema dell'associazione in partecipazione con apporto di beni in denaro o in natura, in quanto l'obbligo sia pure condizionato di restituzione dell'apporto comporta necessariamente la rilevazione di una corrispondente partita di debito (cfr. Fondazione Luca Pacioli, La riforma delle società di capitali e cooperative, ed. Il Sole 24 ore, 2003, pag. 38);

- c) resta altresì in dubbio, nel caso in cui l'apporto sia costituito da beni in natura o crediti – e, a maggior ragione, da prestazioni d'opera o di servizi – se debba applicarsi per analogia la disciplina prevista in tema di conferimenti, che impone l'obbligo di procedere ad una stima sulla base di una relazione predisposta da un esperto (art. 2343). È pur vero, infatti, che tale disposizione è posta a presidio dell'integrità del capitale sociale in sede di valutazione dei conferimenti, a tutela degli interessi dei terzi e dei soci nei loro reciproci rapporti, e che pertanto non dovrebbe trovare applicazione laddove si consideri che l'apporto in esame non ha natura di conferimento. Tuttavia, non può trascurarsi la circostanza per cui l'attribuzione di diritti patrimoniali a tali strumenti partecipativi può comportare, almeno indirettamente, un rischio di erosione del patrimonio sociale (rischio tanto più consistente in quanto si consideri l'ampia autonomia statutaria riconosciuta alla società nel disciplinare tali diritti): il che potrebbe rendere opportuna l'effettuazione di una valutazione affidabile, al fine di garantire la congruità del valore da attribuire all'apporto ricevuto (conforme D. LAMANDINI, cit., pag. 16);
- d) ferme le differenze che possono derivare dalla rappresentazione contabile dei rapporti sottostanti ai vari strumenti, nella nota integrativa devono essere evidenziati gli strumenti finanziari emessi con l'indicazione delle loro caratteristiche e dei diritti attribuiti.