

Massime notarili e orientamenti professionali. Strumenti finanziari partecipativi (Sfp)

a cura di Angelo Busani

Il sempre più incessante e specializzato utilizzo, nella prassi professionale, degli strumenti finanziari partecipativi (Sfp), ha sollecitato il Consiglio nazionale del Notariato e i Consigli notarili locali a dedicare a questa materia una approfondita attività di elaborazione di principi di comportamento, particolarmente utile in quanto si tratta di un tema che il legislatore ha disciplinato solo assai laconicamente.

- | | |
|---|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. Apporti a fronte dell'emissione di strumenti finanziari 2. Apporti: natura 3. Apporti non necessari 4. Apporti: risorse già acquisite dalla società emittente 5. Assemblea speciale degli strumentisti 6. Assemblea speciale degli strumentisti: disciplina 7. Assemblea totalitaria della società emittente 8. Delibera di emissione: competenza 9. Delibera di emissione: pubblicità 10. Diritto di consultazione 11. Diritto di controllo 12. Diritto di designare figure dirigenziali 13. Diritto di informazione 14. Diritto di intervento in assemblea 15. Diritto di intervento in consiglio di amministrazione 16. Diritto di nomina di componenti di organi sociali: limiti 17. Diritto di nomina di componenti di organi sociali: modalità 18. Diritto di opzione 19. Diritto di richiedere report al consiglio di amministrazione | <ol style="list-style-type: none"> 20. Natura degli strumenti finanziari partecipativi e loro regolamentazione 21. Perdite 22. S.r.l.-PMI e S.r.l. start-up innovative 23. Strumenti convertibili 24. Strumenti convertibili: conversione come cautela atipica 25. Strumenti convertibili: emissione di azioni senza aumento del capitale 26. Strumenti convertibili: limiti alla conversione in caso di perdite 27. Strumenti convertibili: situazione patrimoniale occorrente per la conversione 28. Voto degli strumentisti 29. Voto degli strumentisti in un'assemblea speciale 30. Voto degli strumentisti nell'assemblea generale 31. Voto degli strumentisti su argomenti specifici 32. Voto degli strumentisti su argomenti specifici: nozione di argomento specifico 33. Voto: divieto di voto nell'assemblea generale 34. S.r.l.-PMI e S.r.l. start-up innovative |
|---|--|

1. Apporti a fronte dell'emissione di strumenti finanziari

L'emissione di strumenti finanziari partecipativi può essere effettuata a fronte di un apporto destinato a essere rimborsato (in tal caso nel bilancio della società emittente è appostata una voce di debito) o a fronte di un apporto non soggetto a rimborso (destinato a essere appostato in una voce del patrimonio netto).

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 164, *Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] 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 [...] 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 [...].

2. Apporti: natura

L'apporto effettuato a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi può consistere in qualsiasi utilità suscettibile di valutazione economica (ad esempio: l'obbligo di prestare un servizio; l'obbligo di non concorrenza), anche oltre i limiti prescritti dalla legge per i conferimenti nel capitale sociale. Detti apporti non devono essere oggetto di perizia a norma dell'art. 2343 c.c. o dell'art. 2343 *ter* c.c. (fatta eccezione per gli strumenti finanziari convertibili in azioni).

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 165, *Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2349, comma 2, c.c.)*, 11 aprile 2017: «[...] La disciplina degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. (s.f.p.) lascia ampio spazio all'autonomia statutaria, in coerenza del resto con la configurazione civilistica di detti strumenti. Tra gli spazi concessi alla autonomia statutaria vi è, in primo luogo, la tipologia dell'apporto che, di regola, fronteggia l'emissione di s.f.p. La disciplina codicistica, infatti, estende la tipologia di utilità che possono formare oggetto di apporto ben oltre i limiti previsti per il conferimento a capitale nel contesto della sottoscrizione di azioni. Si precisa, infatti, che l'emissione di s.f.p. potrà avvenire anche a seguito dell'apporto di «opera o servizi», vale a dire di quelle utilità che l'art. 2342, comma 5, c.c. invece espressamente esclude dal novero dei beni conferibili a capitale. L'estensione voluta dal legislatore conferma che le vicende relative alla emissione di s.f.p. si collocano su un piano del tutto diverso rispetto a quello della formazione del capitale sociale, non trovando dunque applicazione le disposizioni e i principi relativi alla tutela del capitale sociale quali anche discendenti dalla regolamentazione europea. La *ratio* sottesa alla disciplina appena richiamata consente di leggere la formulazione codicistica nel senso di considerare ammissibili, oltre naturalmente agli apporti che potrebbero formare oggetto di conferimento a capitale, non solo le opere e i servizi, ma più in generale qualunque prestazione avente contenuto economico. L'emissione di s.f.p., pertanto, potrà seguire, in via esemplificativa, anche all'apporto di obblighi di non fare (si pensi all'impegno di non concorrenza), piuttosto che alla disponibilità a consentire alla società emittente il diritto ad utilizzare il proprio nome, e così via. [...] In coerenza con quanto sopra affermato in merito alla mancata applicazione delle disposizioni e dei principi relativi alla tutela del capitale sociale, la massima precisa, in linea con la dottrina quasi unanime, che in caso di apporto diverso dal denaro non è richiesta la valutazione ad opera di un esperto ai sensi dell'art. 2343 c.c. o in base a uno dei parametri di cui all'art. 2343-*ter* c.c. [...]».

3. Apporti non necessari

A fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi non si fa luogo ad alcun apporto quando lo prescrive la legge (art. 2349, comma 2, c.c.) oppure quando essi sono distribuiti proporzionalmente tra tutti gli azionisti.

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 165, *Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2349, comma 2, c.c.)*, 11 aprile 2017: «[...] La massima, nel suo ultimo paragrafo, osserva come l'apporto non sia tuttavia elemento indefettibile dell'emissione e sottoscrizione di s.f.p. L'art. 2349 c.c., infatti, contempla la possibilità che i prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate si rendano assegnatari di s.f.p., ed è questa una assegnazione che senz'altro non «segue» alcun apporto. In tali ipotesi, la sottoscrizione si configura quindi come negozio non sinallagmatico, giustificato sotto il profilo causale dall'interesse della società emittente a promuovere forme di partecipazione, in senso lato, dei dipendenti. Si ritiene peraltro che l'assegnazione gratuita di s.f.p. possa anche avvenire in casi non espressamente previsti dalla legge, ed in particolare nel caso di assegnazione in via proporzionale a tutti i soci. Se infatti il tratto tipologico essenziale degli s.f.p. è l'attribuzione ai suoi sottoscrittori di diritti altrimenti di spettanza dei soci (in ci concretizzandosi quella «partecipazione» che dà il nome all'istituto), non vi è ragione per ritenere non conforme a legge la modifica statutaria che consenta di procedere a tale attribuzione senza alcun apporto, ma a beneficio di tutti coloro che subiscono il «restringimento» delle proprie prerogative, vale a dire, si ripete, di tutti i soci in via proporzionale [...]».

4. Apporti: risorse già acquisite dalla società emittente

L'apporto da effettuare a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi può avere a oggetto risorse già acquisite dalla società emittente (ad esempio: la compensazione del credito derivante da un finanziamento effettuato a favore della società).

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 165, *Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi* (artt. 2346, comma 6, e 2349, comma 2, c.c.), 11 aprile 2017: «[...] l'autonomia privata deve considerarsi libera di prescrivere la contestualità dell'apporto rispetto alla emissione, così come di consentire invece un apporto in tempi dilazionati (ipotesi, del resto, fisiologica nei casi di apporti di opere e servizi), così come pure di «recuperare» una prestazione già acquisita dalla società per collocarla in un rapporto di sinallagma rispetto all'emissione di s.f.p. (ipotesi, questa, concettualmente analoga all'utilizzo in sede di sottoscrizione azionaria di versamenti già eseguiti in conto futuro aumento di capitale). A maggior ragione, deve ritenersi rimessa all'autonomia privata la scelta in merito alle modalità con le quali l'apporto deve essere eseguito. Si segnala così, nella massima, la possibilità che l'adempimento dell'obbligo di effettuare l'apporto avvenga per il tramite di compensazione, tanto legale quanto volontaria, di crediti vantati verso la società emittente. Sul punto, vale la pena anche di segnalare come il ricorso alla compensazione come modalità di adempimento dell'obbligo di apporto di per sé non richieda una specifica autorizzazione nella deliberazione di emissione né tanto meno di una espressa previsione statutaria in tal senso [...]».

5. Assemblea speciale degli strumentisti

L'obbligo di svolgimento dell'assemblea speciale sussiste sia con riferimento all'emissione di strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi sia con riferimento all'emissione di strumenti finanziari che incorporano diritti patrimoniali.

Cfr. Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.J.3, *Strumenti finanziari e assemblee speciali*, 1° pubbl. 9/04: «Nonostante l'art. 2376, primo comma, c.c., preveda espressamente l'obbligo dell'assemblea speciale solo per gli strumenti finanziari che conferiscono (anche) diritti amministrativi, è da ritenere che tale obbligo sussista anche nel caso di strumenti finanziari che attribuiscono solo diritti patrimoniali».

6. Assemblea speciale degli strumentisti: disciplina

L'assemblea dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi si svolge e delibera:

- a) con la disciplina dell'assemblea straordinaria, se si tratta di approvare deliberazioni dell'assemblea generale che pregiudicano la categoria dei titolari di strumenti finanziari partecipativi;
- b) con la disciplina liberamente prevista dallo statuto in ogni altro caso (mancando la quale si applica la disciplina dell'assemblea straordinaria).

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 167, *Diritto di voto degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] il ricorso alle forme dell'assemblea straordinaria sia inderogabile solamente nei casi previsti dalla legge, vale a dire nel caso in cui l'assemblea speciale sia chiamata ad approvare una deliberazione dell'assemblea degli azionisti che pregiudichi i diritti degli s.f.p. (art. 2376 c. c.). Negli altri casi, trattandosi di competenze liberamente assegnate dallo statuto all'assemblea speciale, deve ritenersi altrettanto libera la deroga alla disciplina prevista dalla legge per le assemblee straordinarie».

7. Assemblea totalitaria della società emittente

In caso di attribuzione del voto ai titolari degli strumenti finanziari, da esercitarsi nell'assemblea generale degli azionisti, la presenza dei titolari di tali strumenti concorre alla regolare costituzione dell'assemblea totalitaria che abbia all'ordine del giorno gli argomenti sui quali gli strumenti finanziari possono/devono esprimere il loro voto.

Cfr. Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.J.2, *Quorum assembleari e strumenti finanziari*, 1° pubbl. 9/04: «Nel caso esistano portatori di strumenti finanziari dotati di diritto di voto da esercitarsi nell'assemblea dei soci su argomenti specificatamente indicati, della loro presenza si dovrà tenere conto ai fini della regolare costituzione di un'assemblea totalitaria avente ad oggetto detti argomenti».

8. Delibera di emissione: competenza

L'emissione di strumenti finanziari partecipativi è di competenza dell'assemblea straordinaria, la quale deve deliberare l'inserimento in statuto (ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c.) delle clausole che ne disciplinino caratteristiche, modalità e condizioni di emissione; l'assemblea che abbia effettuato dette modifiche statutarie può anche delegare l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi all'organo amministrativo (attribuendogli una competenza concorrente), avendo tuttavia deliberato in ordine alla tipologia degli apporti e al grado massimo di possibile diluizione dei diritti spettanti alle azioni.

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 163, *Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] (L'emissione di strumenti finanziari partecipativi, ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c. (s.f.p.) presuppone la presenza o la previa introduzione in statuto di clausole che disciplinano «le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione». È da considerare equivalente, da questo punto di vista, la presenza di tali clausole direttamente nell'articolato statutario oppure in un «regolamento» allegato allo statuto, che ne costituisca parte integrante, come sovente avviene nella prassi. È invece insufficiente, al fine di consentire l'emissione degli s.f.p., la presenza nello statuto di una clausola che genericamente preveda la possibilità di emettere s.f.p., ma senza delinearne le caratteristiche. Ove le clausole statutarie che disciplinano, con il grado di dettaglio richiesto, l'emissione e le caratteristiche degli s.f.p. non siano già presenti sin dalla costituzione della società, la loro introduzione (eventualmente mediante l'allegazione di apposito regolamento) esige una modificazione statutaria, di competenza dell'assemblea straordinaria, ai sensi dell'art. 2365 c.c. Si tratta di una competenza che non può essere delegata all'organo amministrativo, nemmeno in via temporanea: come in caso di emissione di nuove categorie di azioni compete solo all'assemblea straordinaria la determinazione dei diritti ad esse spettanti, così in caso di emissione di s.f.p. compete sempre all'assemblea straordinaria la determinazione dei diritti di partecipazione spettanti agli s.f.p. [...]. L'emissione di s.f.p. [...] (richiede tuttavia ulteriori decisioni e conseguenti attività esecutive, analoghe a quelle tipiche della emissione di nuove azioni a fronte di un aumento di capitale a pagamento [...] (i) quella della decisione di emettere un certo quantitativo di s.f.p. e di destinarli a determinati soggetti o categorie di soggetti, in un determinato arco temporale; (ii) quella dell'offerta degli s.f.p. ai destinatari, della raccolta delle adesioni, della realizzazione degli apporti e della consegna dei certificati incorporanti gli s.f.p. (se cartacei) o dell'esecuzione delle formalità relative alla tecnica di rappresentazione stabilita dalla società. Se non può che essere di competenza degli amministratori la seconda fase ora descritta, avente natura strettamente esecutiva, al pari di quanto avviene nell'analoga attività eseguita a valle delle delibere di aumento di capitale con emissione di nuove azioni a pagamento, la prima fase, di natura decisionale, rientra invece nella competenza dell'organo assembleare o dell'organo amministrativo a seconda di quanto si stabilisca nella apposita clausola statutaria [...]. La clausola, invero, potrebbe optare anche per una competenza concorrente, si da rendere conforme alla legge e allo statuto sia l'emissione deliberata dall'assemblea sia quella deliberata dagli amministratori. A tale ultima conclusione (competenza concorrente) si deve giungere anche nel caso in cui la clausola non disponesse nulla al riguardo: l'assemblea che introduce la clausola istitutiva degli s.f.p., fissandone gli elementi essenziali, ove non provveda contestualmente a deliberarne l'emissione [...] (esplicitamente o implicitamente [...] (attribuisce all'organo amministrativo il potere concorrente di decidere se, quando e in qual misura emettere gli s.f.p. istituiti nei limiti stabiliti. Con riguardo al margine di discrezionalità di cui godono gli amministratori, esso può essere riconosciuto nella misura in cui non si risolve in una rimessione agli amministratori di elementi che devono necessariamente essere determinati nella clausola statutaria. [...] (in altri termini, per evitare che la clausola statutaria si risolva in una inammissibile «delega in bianco» concessa all'organo deliberante l'emissione, è necessario che dalla stessa emerga con precisione il sacrificio massimo patibile dagli azionisti (e dai portatori di s.f.p. precedentemente emessi) in termini di diluizione complessiva dei loro diritti come conseguenza della emissione di s.f.p. dotati del massimo dei diritti attribuibili nella misura massima consentita in forza della medesima clausola. [...] Da ultimo, e stante l'eadem ratio, la massima estende analogicamente le disposizioni in tema di competenza all'emissione di obbligazioni convertibili in azioni alla fattispecie degli s.f.p. convertibili in azioni, i quali non sono espressamente contemplati dalla legge, ma sono da ritenersi senz'altro ammissibili (e si veda in proposito la Massima 166). Infatti, per un verso, il diritto di conversione può considerarsi un diritto di natura patrimoniale/amministrativa a pieno titolo rientrante tra quelli attribuibili ex art. 2346, comma 6, c.c.; per altro verso, non può che vedersi con favore l'imputazione a capitale - con il maggior vincolo che ne deriva - del valore degli

apporti (ove ciò sia possibile) che hanno dato luogo all'emissione degli s.f.p. Ne deriva con tutta evidenza la competenza all'emissione, con contestuale delibera di aumento di capitale a servizio, da parte dell'assemblea straordinaria, data la possibilità che la conversione causi l'emissione di azioni a favore di chi esercitasse il relativo diritto; ma nel contempo nulla osta a che, nei medesimi limiti posti dall'art. 2420-terc.c., se ne possa attribuire la competenza anche agli amministratori».

9. Delibera di emissione: pubblicità

Al fine di dare idonea pubblicità presso il Registro delle Imprese alla delibera di emissione di strumenti finanziari partecipativi (di per sé non soggetta ad autonomo regime pubblicitario, ai sensi dell'art. 2436 c.c., in quanto non costituisce modificazione statutaria), si rende alternativamente opportuno:

- che la stessa sia decisa nella medesima assemblea la quale abbia preventivamente deliberato l'introduzione nello statuto della clausola che legittima l'emissione, poiché in questo modo risulterebbe da verbale soggetto a deposito presso il Registro delle Imprese;
- prevedere clausole statutarie che diano evidenza del numero e/o dell'ammontare degli strumenti finanziari partecipativi effettivamente emessi, di modo che di volta in volta si renda necessario il deposito dello statuto aggiornato a fronte di ogni singola emissione.

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 163, *Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] (Si noti che nell'ordinamento è presente una evidente lacuna: nessuna disposizione espressamente impone l'iscrizione nel registro delle imprese della delibera di emissione di s.f.p.; né vi è l'occasione di renderla altrimenti conoscibile attraverso il sistema pubblicitario, improntato al principio di tipicità (ma, per il vero, anche di completezza), se non quando essa sia adottata da parte dell'assemblea che abbia poco prima deliberato l'introduzione in statuto della clausola che legittima l'emissione, poiché allora essa risulterebbe dal medesimo verbale assembleare da depositare presso il registro delle imprese. Nemmeno è previsto che gli amministratori debbano pubblicare il numero e la tipologia di s.f.p. concretamente emessi, come invece accade per le azioni di nuova emissione a fronte di aumenti di capitale: con la grave conseguenza che in mancanza di altre modalità informative eventualmente prescritte da clausole statutarie e/o regolamentazioni di settore, potrebbe restare ignoto ai soci e ai terzi quali e quanti s.f.p. siano stati emessi e conseguentemente quale sia effettivamente il «peso partecipativo» degli azionisti in rapporto a quello dei portatori di s.f.p. (ed anche tra questi ultimi, in ipotesi di emissione di diverse categorie di s.f.p.) in un dato momento della vita societaria. Ciò conduce a ritenere opportuna la redazione di clausole statutarie che impongano l'evidenza in statuto il numero o l'ammontare degli s.f.p. emessi con specificazione dei diritti dai medesimi attribuiti e del loro ammontare complessivo: il che renderebbe obbligatorio il deposito dello statuto aggiornato in tali dati al termine di ogni operazione di collocamento connessa ad ogni delibera di emissione [...]).»

10. Diritto di consultazione

È legittima la clausola statutaria che attribuisca ai titolari di strumenti finanziari il diritto di essere consultati (ad esempio, in sede di redazione del bilancio).

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, *Strumenti finanziari "partecipativi"* (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in CNN Notizie del 9.3.2005: «[...] Come già si legge nei primi commenti, "ferma rimanendo l'esigenza di evitare una completa parificazione degli strumenti partecipativi alla partecipazione sociale, che può essere rappresentata solo da azioni, i diritti amministrativi prescelti dall'autonomia statutaria potranno coincidere in tutto e per tutto, sia per contenuto che per numero, a quelli propri dell'azionista, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale". [...] Come già anticipato, lo statuto potrebbe inoltre attribuire al titolare di strumenti finanziari diritti amministrativi che non spettano all'azionista (ordinario): si pensi, ad esempio, al diritto [...] di essere consultati in sede di redazione del bilancio" [...]).»

11. Diritto di controllo

È legittima la clausola statutaria che attribuisca diritti di controllo ai titolari di strumenti finanziari, quali il diritto di impugnazione delle delibere assembleari o il diritto di denuncia di gravi irregolarità, ai sensi dell'art. 2409 c.c.; in tal caso, occorre tuttavia fissare in statuto la percentuale richiesta per l'esercizio di tale diritto, rispetto al valore complessivo dell'emissione (o di varie emissioni) degli strumenti finanziari partecipativi.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in CNN Notizie del 9.3.2005: «[...] Come già si legge nei primi commenti, "ferma rimanendo l'esigenza di evitare una completa parificazione degli strumenti partecipativi alla partecipazione sociale, che può essere rappresentata solo da azioni, i diritti amministrativi prescelti dall'autonomia statutaria potranno coincidere in tutto e per tutto, sia per contenuto che per numero, a quelli propri dell'azionista, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale". [...] Coerentemente con le premesse teoriche appena tracciate, a titolo meramente esemplificativo lo statuto può legittimamente dotare lo strumento finanziario partecipativo dei diritti amministrativi "minori" di seguito indicati: a) diritti di controllo, "quali quelli di impugnazione delle delibere assembleari o di denuncia di gravi irregolarità, ex art. 2409 c.c., dovendosi tuttavia fissare in statuto la percentuale richiesta per l'esercizio di tale diritto, rispetto al valore complessivo dell'emissione (o di varie emissioni) degli strumenti finanziari partecipativi" [...].»

12. Diritto di designare figure dirigenziali

È legittima la clausola statutaria che attribuisca ai titolari di strumenti finanziari diritti di designare figure dirigenziali in determinati rami aziendali in ragione della specifica professionalità richiesta e dell'interesse dei finanziatori.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in CNN Notizie del 9.3.2005: «[...] Come già si legge nei primi commenti, "ferma rimanendo l'esigenza di evitare una completa parificazione degli strumenti partecipativi alla partecipazione sociale, che può essere rappresentata solo da azioni, i diritti amministrativi prescelti dall'autonomia statutaria potranno coincidere in tutto e per tutto, sia per contenuto che per numero, a quelli propri dell'azionista, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale". [...] Come già anticipato, lo statuto potrebbe inoltre attribuire al titolare di strumenti finanziari diritti amministrativi che non spettano all'azionista (ordinario): si pensi, ad esempio, al diritto [...] di designare figure dirigenziali in determinati rami aziendali in ragione della specifica professionalità richiesta e dell'interesse dei finanziatori [...].»

13. Diritto di informazione

È legittima la clausola statutaria che attribuisca ai titolari di strumenti finanziari diritti di informazione analoghi a quelli riconosciuti al socio di S.p.a.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in CNN Notizie del 9.3.2005: «[...] Come già si legge nei primi commenti, "ferma rimanendo l'esigenza di evitare una completa parificazione degli strumenti partecipativi alla partecipazione sociale, che può essere rappresentata solo da azioni, i diritti amministrativi prescelti dall'autonomia statutaria potranno coincidere in tutto e per tutto, sia per contenuto che per numero, a quelli propri dell'azionista, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale". [...] Coerentemente con le premesse teoriche appena tracciate, a titolo meramente esemplificativo lo statuto può legittimamente dotare lo strumento finanziario partecipativo dei diritti amministrativi "minori" di seguito indicati: [...] b) diritti di informazione, parificabili a quello attualmente riconosciuto al socio di s.p.a. [...].»

14. Diritto di intervento in assemblea

È legittima la clausola statutaria che attribuisca ai titolari di strumenti finanziari diritti di intervento in assemblea a scopo meramente informativo.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in CNN Notizie del 9.3.2005: «[...] Come già si legge nei primi commenti, "ferma rimanendo l'esigenza di evitare una completa parificazione degli strumenti partecipativi alla partecipazione sociale, che può essere rappresentata solo da azioni, i diritti amministrativi prescelti dall'autonomia statutaria potranno coincidere in tutto e per tutto, sia per contenuto che per numero, a quelli propri dell'azionista, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale". [...] Coerentemente con le premesse teoriche appena tracciate, a titolo meramente esemplificativo lo statuto può legittimamente dotare lo strumento finanziario partecipativo dei diritti amministrativi "minori" di seguito indicati: [...] c) diritti di intervento in assemblea a scopo meramente informativo [...].»

15. Diritto di intervento in consiglio di amministrazione

È legittima la clausola statutaria che attribuisca ai titolari di strumenti finanziari diritti di intervento in consiglio di amministrazione (e in comitato esecutivo) a scopo meramente informativo.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in CNN Notizie del 9.3.2005: «[...] Come già si legge nei primi commenti, "ferma rimanendo l'esigenza di evitare una completa parificazione degli strumenti partecipativi alla partecipazione sociale, che può essere rappresentata solo da azioni, i diritti amministrativi prescelti dall'autonomia statutaria potranno coincidere in tutto e per tutto, sia per contenuto che per numero, a quelli propri dell'azionista, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale". [...] lo statuto potrebbe inoltre attribuire al titolare di strumenti finanziari diritti amministrativi che non spettano all'azionista (ordinario): si pensi, ad esempio, al diritto di intervento in consiglio di amministrazione (ed in comitato esecutivo) a scopo meramente informativo [...]».

16. Diritto di nomina di componenti di organi sociali: limiti

La clausola statutaria che disciplina la nomina di componenti degli organi sociali da parte dei titolari di strumenti finanziari partecipativi può essere confezionata con la massima libertà, ferme restando però le seguenti limitazioni:

- a) ai titolari di strumenti finanziari partecipativi (ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c.) non può essere attribuito il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti;
- b) il numero dei componenti degli organi sociali nominati dai titolari di strumenti finanziari partecipativi deve essere inferiore alla metà del numero complessivo dei componenti di detti organi.

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 168, Diritto di nomina di amministratori e sindaci da parte degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), 7 novembre 2017: «L'art. 2351, comma 5, c.c. consente che agli strumenti finanziari "forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi" di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. ("s.f.p.") sia "riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco". Circa le modalità con cui tale riserva possa attuarsi, null'altro si legge nel testo normativo se non un pieno rinvio all'autonomia statutaria: la quale può estrinsecarsi in plurime direzioni sia all'interno del documento statutario (statuto in senso formale), sia all'interno di apposito regolamento di disciplina degli s.f.p. approvato dall'assemblea straordinaria e allegato, quale parte integrante, al documento statutario (regolamento che appartiene pienamente allo statuto in senso sostanziale), con il quale viene depositato nel registro delle imprese. L'unico limite in proposito proviene dall'art. 2346, comma 6, c.c., che esclude radicalmente "il voto nell'assemblea generale degli azionisti". Se, come pare corretto benché non pacifico, si interpreta tale esclusione come inammissibilità del cumulo indifferenziato delle presenze e dei voti relativi agli azionisti e ai titolari di s.f.p. nel calcolo dei quorum costitutivi e deliberativi delle assemblee degli azionisti, affinché restino distinte le decisioni imputabili agli azionisti rispetto a quelle imputabili ai portatori di s.f.p. anche quando l'effetto socialmente vincolante derivi dall'insieme delle due decisioni (il che a sua volta risponde alla logica di evitare che una deliberazione ordinariamente di competenza degli azionisti sia adottata per volontà dei titolari di s.f.p. senza che abbia riportato i consensi minimi degli azionisti richiesti dalla legge), si possono, dunque, ipotizzare le seguenti modalità: a) nomina diretta da parte dell'assemblea dei titolari di s.f.p., con quorum liberamente definiti, destinata ad assumere efficacia al momento dell'accettazione della carica, con sua diretta pubblicità nel registro delle imprese; b) designazione, da parte dell'assemblea dei titolari di s.f.p., di soggetto che l'assemblea degli azionisti nominerà nella carica, se del caso includendolo nella rosa dei componenti dell'organo insieme a quelli nominati dagli azionisti; c) nomina da parte dell'assemblea degli azionisti subordinata nell'efficacia all'approvazione da parte dell'assemblea dei titolari di s.f.p.; d) nomina diretta o designazione per la nomina o approvazione di nomina, come nei punti che precedono, da effettuarsi dai titolari di s.f.p. con modalità non collegiali di formazione della loro decisione, quali il consenso espresso per iscritto, la consultazione scritta, la volontà individuale preformata e trasmessa per corrispondenza alla società in occasione delle assemblee degli azionisti e/o la sua espressione in forma orale durante lo svolgimento di quelle assemblee o direttamente (ove al singolo titolare di s.f.p. sia a tal fine attribuito il diritto di intervento) o mediante un rappresentante comune. Libera deve ritenersi anche la scelta del criterio di maggioranza (e di quale maggioranza) o di unanimità alla quale improntare le decisioni dei titolari di s.f.p. al riguardo, senza che rilevi la modalità collegiale o non collegiale della formazione di tali decisioni [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 15/2010, *Categorie di azioni e nomina degli amministratori*: «[...] L'ultimo comma dell'art. 2351 c.c. dispone che agli "strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, [...] può essere [...] riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco" (art. 2351, ult. co.). Sul punto si è autorevolmente affermata un'interpretazione strettamente letterale dell'art. 2351, 5° co., che riconosce agli strumenti finanziari, nel loro complesso, il potere di nomina di un solo "componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza" e di un solo "sindaco"; e ciò quand'anche vi siano due o più emissioni di strumenti finanziari, dovendosi in tal caso procedere alla convocazione di un'assemblea intercategoriale o alla individuazione in sede statutaria di altro metodo che consenta a ciascun gruppo di portatori di concorrere alla elezione dell'unico amministratore o sindaco di loro spettanza: [...] È tuttavia rappresentata anche una diversa lettura della norma, secondo la quale l'autonomia statutaria potrebbe sia a) riservare ad ogni categoria di strumenti finanziari la nomina di un consigliere e/o sindaco, sia b) attribuire agli strumenti finanziari (o alle varie categorie degli stessi) il potere di nominare più amministratori o sindaci, purché sia rispettato il limite per cui essi rappresentino al massimo la "metà meno uno del numero complessivo dei componenti dell'organo" [...].».

17. Diritto di nomina di componenti di organi sociali: modalità

Qualora ai titolari di strumenti finanziari sia attribuito il diritto di nomina di un "componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco", lo statuto può liberamente disciplinare le modalità con cui tale diritto può essere esercitato, fermo il divieto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, di cui all'art. 2346, comma 6, c. c.: sono pertanto ipotizzabili (i) una nomina diretta e immediatamente efficace da parte dei titolari di strumenti finanziari partecipativi (da effettuarsi, ove previsto dallo statuto, anche con modalità non collegiale), (ii) una mera designazione per la nomina da effettuarsi a opera dell'assemblea degli azionisti o ancora (iii) una nomina da parte dell'assemblea dei soci poi sottoposta ad approvazione da parte dell'assemblea dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, *Strumenti finanziari "partecipativi"* (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in CNN Notizie del 9.3.2005: «[...] è da ritenere che anche la facoltà di nomina di un componente indipendente dell'organo di amministrazione o di controllo debba esercitarsi al di fuori dell'assemblea generale degli azionisti, la quale sarà tuttavia statutariamente obbligata a recepire le indicazioni provenienti dai soggetti che detengono gli strumenti partecipativi. Del resto, che la nomina in esame sia extra-assembleare si ricava altresì dal disposto contenuto nell'art. 2383, primo comma, c.c., ove tra le eccezioni al principio generale secondo il quale "la nomina degli amministratori spetta all'assemblea" si menziona espressamente l'ipotesi prevista dall'art. 2351 c.c.[...].».

Cfr. Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 15/2010, *Categorie di azioni e nomina degli amministratori*: «[...] L'ultimo comma dell'art. 2351 c.c. dispone che agli "strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, [...] può essere [...] riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco" (art. 2351, ult. co.). Sul punto si è autorevolmente affermata un'interpretazione strettamente letterale dell'art. 2351, 5° co., che riconosce agli strumenti finanziari, *nel loro complesso*, il potere di nomina di un solo "componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza" e di un solo "sindaco"; e ciò quand'anche vi siano due o più emissioni di strumenti finanziari, dovendosi in tal caso procedere alla convocazione di un'assemblea intercategoriale o alla individuazione in sede statutaria di altro metodo che consenta a ciascun gruppo di portatori di concorrere alla elezione dell'unico amministratore o sindaco di loro spettanza: [...] È tuttavia rappresentata anche una diversa lettura della norma, secondo la quale l'autonomia statutaria potrebbe sia a) riservare ad ogni categoria di strumenti finanziari la nomina di un consigliere e/o sindaco, sia b) attribuire agli strumenti finanziari (o alle varie categorie degli stessi) il potere di nominare più amministratori o sindaci, purché sia rispettato il limite per cui essi rappresentino al massimo la "metà meno uno del numero complessivo dei componenti dell'organo" [...].».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 168, *Diritto di nomina di amministratori e sindaci da parte degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] (L'art. 2351, comma 5, c.c. consente che agli strumenti finanziari «forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi» di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. («s.f.p.») sia «riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco». Circa le modalità con cui tale riserva possa attuarsi, null'altro si legge nel testo normativo se non un pieno rinvio all'autonomia statutaria: la quale può estrinsecarsi in plurime direzioni [...].».

L'unico limite in proposito proviene dall'art. 2346, comma 6, c.c., che esclude radicalmente «il voto nell'assemblea generale degli azionisti». [...] (Se, come pare corretto benché non pacifico, si interpreta tale esclusione come inammissibilità del cumulo indifferenziato delle presenze e dei voti relativi agli azionisti e ai titolari di s.f.p. nel calcolo dei quorum costitutivi e deliberativi delle assemblee degli azionisti, affinché restino distinte le decisioni imputabili agli azionisti rispetto a quelle imputabili ai portatori di s.f.p. anche quando l'effetto socialmente vincolante derivi dall'insieme delle due decisioni (il che a sua volta risponde alla logica di evitare che una deliberazione ordinariamente di competenza degli azionisti sia adottata per volontà dei titolari di s.f.p. senza che abbia riportato i consensi minimi degli azionisti richiesti dalla legge), si possono, dunque, ipotizzare le seguenti modalità: (a) nomina diretta da parte dell'assemblea dei titolari di s.f.p., con *quorum* liberamente definiti, destinata ad assumere efficacia al momento dell'accettazione della carica, con sua diretta pubblicità nel registro delle imprese; b) designazione, da parte dell'assemblea dei titolari di s.f.p., di soggetto che l'assemblea degli azionisti nominerà nella carica, se del caso includendolo nella rosa dei componenti dell'organo insieme a quelli nominati dagli azionisti; (c) nomina da parte dell'assemblea degli azionisti subordinata nell'efficacia all'approvazione da parte dell'assemblea dei titolari di s.f.p.; (d) nomina diretta o designazione per la nomina o approvazione di nomina, come nei punti che precedono, da effettuarsi dai titolari di s.f.p. con modalità non collegiali di formazione della loro decisione, quali il consenso espresso per iscritto, la consultazione scritta, la volontà individuale preformata e trasmessa per corrispondenza alla società in occasione delle assemblee degli azionisti e/o la sua espressione in forma orale durante lo svolgimento di quelle assemblee o direttamente (ove al singolo titolare di s.f.p. sia a tal fine attribuito il diritto di intervento) o mediante un rappresentante comune. Libera deve ritenersi anche la scelta del criterio di maggioranza (e di quale maggioranza) o di unanimità alla quale improntare le decisioni dei titolari di s.f.p. al riguardo, senza che rilevi la modalità collegiale o non collegiale della formazione di tali decisioni. [...]).».

18. Diritto di opzione

È legittima la clausola statutaria che attribuisca ai titolari di strumenti finanziari diritti di opzione in relazione all'emissione di altri strumenti finanziari; non è assodato che tale diritto di opzione in favore dei titolari di strumenti finanziari possa essere statutariamente concesso in caso di emissione di azioni.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in CNN Notizie del 9.3.2005: «[...] Come già si legge nei primi commenti, "ferma rimanendo l'esigenza di evitare una completa parificazione degli strumenti partecipativi alla partecipazione sociale, che può essere rappresentata solo da azioni, i diritti amministrativi prescelti dall'autonomia statutaria potranno coincidere in tutto e per tutto, sia per contenuto che per numero, a quelli propri dell'azionista, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale". [...] Coerentemente con le premesse teoriche appena tracciate, a titolo meramente esemplificativo lo statuto può legittimamente dotare lo strumento finanziario partecipativo dei diritti amministrativi "minori" di seguito indicati: [...] d) diritti di opzione, che il titolare di strumenti finanziari può esercitare in caso di emissione di altri strumenti finanziari (più problematico è se tale diritto possa essere statutariamente concesso in caso di emissione di azioni). [...]).».

19. Diritto di richiedere report al consiglio di amministrazione

È legittima la clausola statutaria che attribuisca ai titolari di strumenti finanziari il diritto di richiedere relazioni all'organo amministrativo in materia di gestione della società.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in CNN Notizie del 9.3.2005: «[...] Come già si legge nei primi commenti, "ferma rimanendo l'esigenza di evitare una completa parificazione degli strumenti partecipativi alla partecipazione sociale, che può essere rappresentata solo da azioni, i diritti amministrativi prescelti dall'autonomia statutaria potranno coincidere in tutto e per tutto, sia per contenuto che per numero, a quelli propri dell'azionista, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale". [...] Come già anticipato, lo statuto potrebbe inoltre attribuire al titolare di strumenti finanziari diritti amministrativi che non spettano all'azionista (ordinario): si pensi, ad esempio, al diritto di [...] richiedere relazioni all'organo amministrativo in materia di gestione; [...]).».

20. Natura degli strumenti finanziari non partecipativi

Esiste un'identità contenutistica tra le obbligazioni e gli strumenti finanziari che siano privi di diritti amministrativi di natura partecipativa (come, ad esempio, il diritto di voto: cd. strumenti finanziari non partecipativi) e che attribuiscono diritti patrimoniali consistenti nella restituzione del capitale e nel pagamento degli interessi: in entrambe le ipotesi infatti i titolari sono creditori della società che non partecipano, nemmeno indirettamente, alla gestione della stessa.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Quesito di Impresa n. 5894/I, *Società cooperative: emissione di obbligazioni e nomina del collegio sindacale*, in *CNN Notizie* del 27.12.2005, «[...] L'espressione strumenti finanziari "partecipativi", infatti, non deve essere interpretata nel senso che essi attribuiscono un diritto di partecipazione al capitale sociale, in quanto il capitale sociale è rappresentato dalle azioni e non può essere superiore al valore complessivo dei conferimenti dei soci. La stessa rel. min. vieta, infatti, l'imputazione al capitale degli apporti eseguiti a fronte dell'emissione di strumenti finanziari [...]. Tale caratteristica differenzia gli strumenti finanziari dalle azioni, in quanto essi vengono emessi a fronte di apporti non imputati a capitale, anche nel caso in cui oggetto dell'apporto siano "beni in natura" o "denaro", ossia beni astrattamente imputabili a capitale [...]. L'espressione strumenti finanziari di tipo partecipativo si riferisce, quindi, non alla partecipazione al capitale sociale, bensì all'attribuzione di diritti amministrativi, i quali consentono di partecipare in maniera più o meno incisiva alla gestione della società [...]. Alla luce di tali considerazioni, si desume che gli strumenti finanziari sono titoli che attribuiscono diritti patrimoniali o anche amministrativi, la cui determinazione è rimessa all'autonomia negoziale, i quali vengono emessi a fronte di un apporto che non può essere imputato a capitale; tali strumenti hanno, inoltre, natura partecipativa nel caso in cui vengano attribuiti diritti amministrativi, quali ad esempio, diritti di controllo della gestione, informazione, intervento in assemblea a scopo informativo, opzione, voto su argomenti specificamente indicati, nomina di un componente dell'organo amministrativo e di controllo [...]. Esiste, quindi, un elemento comune alle obbligazioni ed agli strumenti finanziari, il quale consiste nel fatto che in entrambi i casi la prestazione eseguita a fronte dell'emissione di tali strumenti non concorre alla formazione del capitale sociale. Ulteriori analogie si possono, inoltre, riscontrare sia sotto il profilo dei diritti patrimoniali, sia sotto il profilo dei diritti amministrativi che, nell'ambito dell'autonomia negoziale, possono essere attribuiti ai possessori degli strumenti finanziari. [...] La previsione dell'obbligo del rimborso costituisce, infatti, l'elemento caratterizzante delle operazioni di raccolta del risparmio, in quanto attribuisce ai titolari delle obbligazioni o di altri strumenti finanziari il diritto alla restituzione dell'apporto e li qualifica come creditori della società (il diritto alla restituzione dell'apporto differenzia, quindi, i titolari degli strumenti di raccolta del risparmio rispetto ai soci ed agli altri titolari di strumenti finanziari che attribuiscono la partecipazione agli utili dell'impresa o di un determinato affare della stessa, in quanto queste ultime tipologie di investitori sono di regola postergati rispetto ai creditori nel rimborso delle somme versate. L'art. 2491 c.c., infatti, vieta la ripartizione di acconti sul risultato della liquidazione, a meno che non sia certa la sussistenza di somme idonee alla integrale e tempestiva soddisfazione dei creditori sociali). Sotto il diverso profilo dei diritti amministrativi, le obbligazioni sono simili agli strumenti finanziari non partecipativi, in quanto gli obbligazionisti, che sono creditori della società, non partecipano, nemmeno indirettamente, alla gestione della stessa, perché sono privi di diritti amministrativi diversi dalla partecipazione all'assemblea degli obbligazionisti. In conclusione, quindi, esiste un'identità contenutistica tra le obbligazioni e gli strumenti finanziari che siano privi di diritti amministrativi e che attribuiscono diritti patrimoniali consistenti nella restituzione del capitale e nel pagamento degli interessi. Tale identità emerge anche a livello normativo, in quanto l'art. 2411, comma 3, c.c., prevede che la disciplina delle obbligazioni si applica anche "agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società". L'art. 2411, comma 3, c.c., prende atto, pertanto, del fatto che si può avere una sovrapposizione tra la tipologia delle obbligazioni e quella degli strumenti finanziari, in conseguenza della libertà accordata all'autonomia negoziale nella determinazione dei contenuti dei diritti patrimoniali ed amministrativi degli strumenti finanziari [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 164, *Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] 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. [...] 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. [...] 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».

21. Natura degli strumenti finanziari partecipativi e loro regolamentazione

La regolamentazione degli strumenti finanziari partecipativi, salvi i limiti espressi di legge, è rimessa all'autonomia statutaria, potendo questi essere strutturati sia quali apporti a titolo di capitale di debito, che quali apporti a titolo di capitale di rischio; in particolare, agli strumenti finanziari partecipativi debbono essere attribuiti diritti patrimoniali (ad esempio, il diritto a percepire una quota dell'utile d'esercizio) e possono (ma non debbono) essere attribuiti diritti amministrativi partecipativi (ad esempio, il diritto di voto su specifici argomenti). In mancanza di diritti patrimoniali e di diritti amministrativi di natura partecipativa, lo strumento non ha natura partecipativa ma obbligazionaria.

Cfr. Trib. Napoli 25 febbraio 2016, in *www.ilcaso.it*: «Proprio il rinvio all'autonomia privata non può che significare dar rilievo alla causa concreta degli apporti, che potrà oscillare tra una funzione di natura tipicamente finanziaria (alla stregua di forme di partecipazione che si collocano nell'ambito del più ampio genus del capitale di debito) ed una più vicina a quella tipica dei conferimenti (il cd. capitale di rischio)».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 164, *Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] 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. [...] 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. [...] 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».

22. S.r.l.-PMI e S.r.l. start-up innovative

Non si applica alle S.r.l.-PMI, ma solo alle S.r.l. *start-up* innovative, la norma (art. 26, comma 7, D.L. n. 179/2012) che dispone, nel caso in cui lo statuto lo preveda, la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, in *CNN Notizie* del 18 maggio 2018: l'art. 26, comma 7, D.L. n. 179/2012 «[...] consente alle società di cui all'art. 25, comma 2 (e, dunque, alle start up innovative in forma di s.r.l.), l'emissione, a seguito dell'apporto di soci o di terzi anche di opera o servizi, di strumenti finanziari partecipativi forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479-bis c.c. Da notare l'analogia con la disciplina delle s.p.a.: l'art. 2346, comma 6, che consente alla s.p.a., a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. Sennonché nella s.p.a. l'esclusione dal voto non è assoluta, ai sensi dell'art. 2351, comma 5, gli strumenti finanziari delle s.p.a. possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del c.d.a o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Si tratta dell'unica disposizione "derogatoria" rimasta prerogativa delle sole start up innovative che richiede un intervento statutario e che non trova applicazione automatica [...]».

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, in *CNN Notizie* del 18 maggio 2018: «[...] con riguardo all'insieme di norme derogatorie alla disciplina di diritto comune che avevano come destinatario originale la sola start up innovativa, la dottrina [aveva] distinto tra deroghe temporanee ed automatiche e deroghe opzionali ad effetti permanenti. Le prime erano e sono tuttora destinate ad essere efficaci solo per il periodo nel quale la società mantiene la qualità di start-up innovativa, ed operano - eccettuata quella di cui al comma 7 dell'art. 26 - senza necessità di alcuna previsione esplicita nello statuto. Si tratta di norme, contenute nei commi [...] 7 [...] dell'art. 26 [...] del d.l. 179/2012) che oggi sono riferibili alle sole start up innovative e non alle PMI s.r.l. in generale [...]».

23. Perdite

Gli apporti effettuati in correlazione all'emissione di strumenti finanziari partecipativi che non attribuiscano il diritto al rimborso dell'apporto e la cui remunerazione sia correlata alla formazione di utili distribuibili, devono essere contabilizzati nel patrimonio netto in un'apposita "riserva targata" (cosiddetta "riserva apporti strumenti finanziari"), in ordine alla quale è legittimo, in presenza di perdite:

- prevederne un'erosione proporzionale a quella che diminuisce le altre riserve di patrimonio netto;
- prevedere che essa sia integralmente erosa prima che siano erose le altre riserve di patrimonio netto;
- prevedere che essa sia erosa (prima che sia intaccato il capitale sociale, ma) solo dopo che siano totalmente erose tutte le altre riserve di patrimonio netto;
- prevedere che gli strumenti finanziari partecipativi siano svincolati rispetto all'erosione integrale della riserva targata (in ogni caso, comunque, si erode la riserva destinata alla conversione in azioni degli strumenti finanziari partecipativi).

Cfr. Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 69/2018, *Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite*: «[...] (si pone il quesito al centro dei presenti orientamenti: se, e in quale misura, in presenza di strumenti finanziari emessi a fronte di apporti destinati a costituire una riserva, sia possibile disciplinare - nello statuto o nel regolamento di emissione a esso allegato - la loro partecipazione alle perdite e in quale relazione si ponga la partecipazione alle perdite dello strumento finanziario partecipativo rispetto alla "naturale" partecipazione alle perdite delle azioni. In particolare, si intende esaminare se sia possibile, ed entro quali limiti, regolamentare la sorte degli strumenti finanziari partecipativi in conseguenza della cancellazione, totale o parziale, della riserva che era stata costituita a fronte della loro emissione. La tesi posta a fondamento degli orientamenti è che non vi sia un necessario collegamento biunivoco tra strumenti finanziari partecipativi, da un lato, e riserva storicamente costituita a seguito della loro sottoscrizione, dall'altro; sicché l'erosione di quest'ultima a seguito di perdite non è destinata a determinare automaticamente un corrispondente e proporzionale annullamento dei primi. In altre parole, i titolari di strumenti finanziari partecipativi, che concorrono con i loro apporti al rafforzamento dei mezzi propri della società emittente, (possono, ma) non devono necessariamente sopportare il rischio d'impresa in misura superiore agli azionisti, in quanto l'ordinamento (può consentire, ma) non impone una loro partecipazione alle perdite in misura antergata

rispetto agli azionisti. [...](In primo luogo, le regole sull'imputazione delle perdite fra riserve e capitale devono essere interpretate in coerenza con le regole sull'ordine "verticale" di distribuzione del patrimonio sociale tra i vari portatori di pretese, sancito, in via di principio, con riguardo alla liquidazione del patrimonio sociale in ambito societario [...]. [...](Se in occasione della liquidazione della società la pretesa degli azionisti è postergata a quella di tutti gli altri soggetti titolari che a vario titolo vantano pretese o aspettative sul patrimonio sociale, gli interpreti si sono interrogati se l'autonomia statutaria possa, da un lato, derogare a tale principio permettendo una partecipazione antergata alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi, sino al punto da posporre questi ultimi nel (e finanche escluderli dal) riparto del patrimonio finale di liquidazione; dall'altro, disciplinare la partecipazione alle perdite *durante societate* in termini conformi (o difformi) rispetto alla regola operante in sede di liquidazione. Ed è su quest'ultimo profilo che si appuntano gli orientamenti in esame, riconoscendo il più ampio spazio d'intervento all'autonomia statutaria che potrà liberamente dispiegarsi prevedendo, alternativamente: i) una incidenza prioritaria delle perdite sugli strumenti finanziari, con il corollario che gli stessi potranno essere annullati prima dei titoli azionari e proporzionalmente all'annullamento della relativa riserva; ii) una partecipazione paritaria alle perdite degli azionisti e dei titolari di strumenti finanziari, con annullamento *pari passu* degli strumenti finanziari e delle azioni; iii) la postergazione degli strumenti finanziari nella partecipazione alle perdite, così estendendo *durante societate* la regola dettata per la liquidazione dell'ente; iv) l'affrancamento dei diritti riconosciuti dagli strumenti finanziari ai loro titolari dalla sorte della riserva storicamente costituita a fronte della loro sottoscrizione, con conseguente permanenza dei primi nonostante l'annullamento della seconda. [...](La riconduzione della riserva in esame nell'ambito delle riserve c.d. "targate" (o "personalizzate") - sulla quale tende a convergere l'opinione della maggior parte degli interpreti - consente di estendere alle stesse il noto insegnamento dottrinale secondo il quale in tali ipotesi "la perdita potrà cominciare ad incidere sulla riserva 'targata' solo dopo che la riserva legale sia esaurita con l'impiego della copertura delle perdite"; e vale dunque, a fortiori, a legittimare la clausola statutaria che "espone la riserva in discorso all'incidenza delle perdite solo dopo che queste abbiano esaurito (erodendole) tutte le riserve, per così dire, di spettanza comune (e cioè di tutti i soci)". L'orientamento non presuppone però il superamento della tesi tradizionale, tuttora largamente prevalente, secondo la quale la riserva, nonostante la sua "targatura", deve essere comunque intaccata, come ogni parte del netto diversa dal capitale sociale, prima di quest'ultimo. Il riconoscimento che la riserva costituita a fronte dell'emissione di strumenti finanziari è destinata a essere erosa prima del capitale sociale non implica, infatti, quale necessaria conseguenza, l'estinzione dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari [...]. [...](nella regolamentazione dei rispettivi rapporti, azionisti e investitori in "quasi capitale" potranno optare tra i due poli opposti i) della postergazione degli strumenti finanziari nella partecipazione alle perdite ovvero ii) della loro antergazione rispetto agli azionisti, contemplando un automatico e prioritario annullamento degli strumenti finanziari in conseguenza dell'erosione della relativa riserva, quand'anche le perdite non abbiano inciso sul capitale (e dunque sui titoli azionari). Tra questi estremi si iscrivono soluzioni intermedie, parimenti legittime, quali la previsione di una partecipazione *pari passu* nelle perdite, con annullamento di entrambe le categorie di titoli (azioni e strumenti finanziari), in parallelo e in misura proporzionale. La perdurante incertezza su quale sia la regola legale destinata a trovare applicazione in assenza di previsioni statutarie vale a sottolineare l'importanza di una clausola esplicita e volta a regolamentare in termini univoci l'ordine di partecipazione alle perdite. Se il ventaglio di opzioni è dunque quanto mai ampio, va osservato come, sul piano sistematico, la postergazione nelle perdite degli strumenti finanziari appaia la soluzione più coerente rispetto al principio di corrispondenza potere-rischio, da sempre caratterizzante, pur con le possibili deroghe statutarie, l'ordinamento delle società organizzate su base azionaria. [...](Si può pertanto conclusivamente rilevare che la regola volta a ricollegare all'erosione della riserva in via anticipata rispetto al capitale sociale l'annullamento degli strumenti finanziari in via antergata rispetto ai titoli azionari finisce per determinare una alterazione dell'ideale climax ascendente che connota il rischio d'impresa dei diversi soggetti che concorrono al finanziamento della e all'investimento nella impresa azionaria. [...](la soluzione che meglio è in grado di garantire la coerenza del sistema rispetto alle proprie opzioni di fondo è rappresentata dalla previsione che le perdite incidano prioritariamente sui soci e, solo successivamente sui soggetti, che, sottoscrivendo strumenti finanziari non azionari, è ragionevole siano posposti nella sopportazione delle perdite rispetto ai soci [...]. [...](l'estinzione dei diritti incorporati negli strumenti finanziari può essere collegata alla erosione per perdite (non già della relativa riserva, ma) del patrimonio sociale. Più precisamente, il venir meno dei diritti in esame potrà essere ricondotto tanto all'integrale azzeramento del patrimonio netto, quanto ad ogni ipotesi di riduzione del capitale per perdite, prevedendosi un annullamento degli strumenti finanziari - con estinzione dei relativi diritti - da rapportare e quindi proporzionale all'annullamento dei titoli azionari (*pari passu*). Sotto altro versante, e in termini più riduttivi, si potrebbe prevedere che l'annullamento della riserva determini una sospensione di tutti o di alcuni dei diritti attribuiti agli strumenti finanziari, sino a quando tale riserva non sarà ricostituita, e cioè sino a quando non raggiunga il valore originario corrispondente al valore complessivo degli apporti effettuati

in sede di sottoscrizione degli strumenti finanziari: a questo fine è chiaramente necessario che la clausola statutaria contempli espressamente il vincolo di destinazione degli utili futuri [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 164, *Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] 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 [...]».

Cfr. però Trib. Napoli, 25 febbraio 2016, in *www.ilcaso.it*: «La riserva costituita a fronte dell'apporto di capitale di rischio per il tramite di strumenti finanziari partecipativi (c.d. Riserva apporti strumenti finanziari) è suscettibile di erosione totale a fronte di perdite subite dall'emittente. Pertanto, prima di procedere alla capitalizzazione degli strumenti finanziari partecipativi, detta riserva va assoggettata all'assorbimento delle perdite, secondo l'ordine inderogabile del progressivo grado di indisponibilità delle voci del patrimonio netto (per cui, a copertura delle perdite, dovranno essere utilizzate dapprima le riserve facoltative e quelle statutarie, poi le riserve legali ed infine il capitale sociale, dotato del maggior grado di indisponibilità)».

24. Strumenti convertibili

È lecita l'emissione di strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni della società emittente, a condizione che:

- a) siano emessi a fronte di un apporto da parte dei sottoscrittori, che, ove diverso dal denaro, deve avere a oggetto beni o diritti rientranti nell'area dei beni conferibili ai sensi dell'art. 2342 c.c. e deve essere oggetto di valutazione a norma degli artt. 2343 c.c. e 2343-ter c.c.;
- b) siano rispettate le regole sul diritto di opzione spettante (o meno) agli azionisti in caso di aumento del capitale sociale;
- c) siano rispettate le regole in tema di conferimenti in sede di aumento del capitale sociale;
- d) sia deliberato un aumento di capitale a servizio della conversione;
- e) sia stanziata in bilancio una riserva a servizio della conversione (a meno che le azioni rinvenienti dalla conversione siano prive di valore nominale).

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni* (artt. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «La possibilità di prevedere la convertibilità in azioni di nuova emissione quale prerogativa di strumenti finanziari diversi dalle azioni, emessi dalla medesima società, è prevista espressamente dalla legge solo con riferimento alle obbligazioni (art. 2420-bis c.c.). Si tratta tuttavia di una prerogativa che non può ritenersi esclusiva delle obbligazioni in senso proprio, bensì deve essere ritenuta compatibile anche con riferimento agli altri strumenti finanziari emessi dalle s.p.a. e tra questi anche agli strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c. (s.f.p.). In tal senso milita anzitutto la disposizione dell'art. 2411, comma 3, c.c., che estende l'intera disciplina delle obbligazioni (ivi compresa, dunque, la disciplina delle obbligazioni *convertibili*) a tutti gli «strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società». Siffatta estensione - quando anche non fosse ritenuta direttamente applicabile agli s.f.p. di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. (in quanto appartenenti al diverso *genus* degli strumenti «partecipativi») - denota comunque la natura non tassativa e "riservata" delle norme in tema di *conversione* delle obbligazioni in azioni di nuova emissione. Inoltre, dal punto di vista sistematico, la circostanza che il legislatore consenta la conversione delle obbligazioni, aventi per definizione un contenuto "finanziario" in senso stretto (debito), induce a ritenere che, a maggior ragione, ciò debba reputarsi possibile con riferimento agli s.f.p., che hanno o possono avere un contenuto "partecipativo" o "ibrido" (quasi *equity*), più vicino al contenuto dei titoli azionari (*equity*) [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni* (artt. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] La circostanza che attraverso la conversione degli s.f.p. si ottenga [...] (l'emissione di azioni a fronte dell'apporto effettuato dai sottoscrittori degli s.f.p., impone inoltre di evitare la violazione o comunque l'elusione delle norme in tema di conferimenti in natura (art. 2342 e ss. c.c.). Ciò implica [...] (la necessità di rispettare, con riferimento agli apporti in sede di sottoscrizione degli s.f.p. convertibili, le

stesse norme dettate per i conferimenti diversi dal denaro in sede di sottoscrizione di azioni, per quanto riguarda sia la delimitazione dell'area dei beni conferibili sia il procedimento di valutazione e i conseguenti limiti nella determinazione del «prezzo» di emissione [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni* (artt. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] La necessità di offrire in opzione ai soci gli s.f.p. convertibili [...] si fonda sull'applicabilità dell'art. 2441, comma 1, c.c., che impone di offrire in opzione non solo le azioni di nuova emissione bensì anche le obbligazioni convertibili. La ratio sottesa alla norma, evidentemente volta a tutelare l'interesse dei soci al mantenimento della misura e del valore della propria partecipazione non solo quando vengono emesse azioni ma anche quando vengono emessi titoli che possono divenire azioni in un secondo tempo, sembra infatti pienamente sussistente anche nel caso di emissione di strumenti finanziari diversi dalle obbligazioni, allorché essi siano convertibili in azioni. La sua natura non eccezionale, del resto, la rende senz'altro applicabile in via analogica anche nel caso di specie, privo di espressa disciplina legale [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni* (artt. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] La circostanza che attraverso la conversione degli s.f.p. si ottenga - in sostanza e in via potenziale - l'emissione di azioni a fronte dell'apporto effettuato dai sottoscrittori degli s.f.p., impone inoltre di evitare la violazione o comunque l'elusione delle norme in tema di conferimenti in natura (art. 2342 e ss. c.c.). Ciò implica [...] la necessità di rispettare, con riferimento agli apporti in sede di sottoscrizione degli s.f.p. convertibili, le stesse norme dettate per i conferimenti diversi dal denaro in sede di sottoscrizione di azioni, per quanto riguarda sia la delimitazione dell'area dei beni conferibili sia il procedimento di valutazione e i conseguenti limiti nella determinazione del "prezzo" di emissione [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni* (artt. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] Quanto ai tempi e alle modalità con cui la società emittente deve "creare la provvista" delle azioni da emettere al momento dell'esercizio del diritto di conversione, si ritiene che trovi applicazione l'art. 2420-bis, comma 2, c.c., nella parte in cui stabilisce che "contestualmente la società deve deliberare l'aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione". Si tratta di applicazione analogica, giustificata da una *ratio* del pari sussistente anche in caso di emissione di s.f.p. convertibili, ovvero di applicazione diretta, qualora si dovesse ritenere che il rinvio operato dal già citato art. 2411, comma 3, c.c., abbia ad oggetto non solo le c.d. "para-obbligazioni" ma anche gli s.f.p. Tale aumento di capitale [...] verrebbe poi coperto, al momento dell'esercizio della facoltà di conversione, in due possibili modalità: (i) mediante estinzione del debito da rimborso, corrispondente agli s.f.p. convertiti, analogamente a quanto avviene in caso di conversione di obbligazioni, qualora gli s.f.p. convertibili attribuissero diritto al rimborso; (ii) mediante imputazione a capitale di parte della riserva creatasi con l'apporto versato dai sottoscrittori degli s.f.p. convertibili, qualora essi non attribuissero diritto al rimborso [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni* (artt. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] la facoltà di conversione deve ritenersi subordinata alla permanenza in essere della riserva da apporto degli s.f.p. (o di altre riserve disponibili) in misura almeno pari all'aumento di capitale da eseguirsi a servizio della conversione. Sebbene ciò possa risultare iniquo nel rapporto tra gli interessi degli azionisti e quelli dei titolari di s.f.p. - giacché le perdite che erodono le riserve comportano la perdita del diritto di conversione dei secondi, senza modificare i diritti dei primi - non potrebbe infatti giustificarsi la creazione di nuovo capitale sociale qualora tale riserva si fosse nel frattempo estinta per perdite. Né sarebbe del resto possibile evitare che in caso di perdite si riduca (anche) questa riserva, al pari di tutte le altre riserve, prima della riserva legale e del capitale sociale [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni* (artt. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] Si ritiene tuttavia possibile [...] che in presenza di azioni senza indicazione del valore nominale la delibera di emissione delle azioni a servizio della conversione avvenga senza un corrispondente aumento del capitale sociale, bensì con contestuale diminuzione della parità contabile delle azioni in circolazione, fermo l'ammontare del capitale sociale, conformemente a quanto affermato nella massima 169, alla quale si rinvia anche per le ulteriori motivazioni a sostegno di tale interpretazione [...]».

25. Strumenti convertibili: conversione come cautela atipica

È ammissibile una cautela "atipica" avente a oggetto la conversione in azioni di strumenti finanziari partecipativi.

Cfr. Trib. Milano 5 ottobre 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it: «È ammissibile una cautela "atipica" avente ad oggetto la conversione in azioni di strumenti finanziari partecipativi, stante il fatto che l'esercizio del diritto di conversione determina il sorgere di

un obbligo in capo alla società per l'emissione delle azioni di compendio (e quindi per la loro consegna) in esecuzione della delibera che l'ha decisa contestualmente all'aumento di capitale posto al servizio degli strumenti finanziari medesimi. Rispetto all'adempimento del predetto impegno sorge una controversia sulla pretesa di far valere lo "status" di socio, non una controversia sulla proprietà o il possesso del bene (ossia, le azioni) che rappresenta e dimostra detto status. Deve ritenersi ammissibile la richiesta di condanna all'emissione e consegna delle azioni di compendio che la parte ricorrente intenda far valere nel giudizio di merito, e che intenda ottenere anticipatamente in via di "ordine", all'esito del vaglio del *fumus boni iuris*, laddove il *facere* consiste nell'emissione - già deliberata e quindi di carattere solo esecutivo - delle azioni di compendio a servizio degli strumenti finanziari partecipativi, e nella consegna delle stesse agli strumentisti che le pretendono, nonché nella iscrizione di questi ultimi a libro soci».

26. Strumenti convertibili: emissione di azioni senza aumento del capitale

È legittima l'emissione di nuove azioni (prive di valore nominale), senza aumento del valore nominale del capitale sociale a servizio della conversione di strumenti finanziari partecipativi convertibili.

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 169, Emissione di azioni e conversione in azioni, senza aumento del capitale sociale (artt. 2438, 2439, 2440, 2441 e 2420 *bis*, comma 2, c.c.), 7 novembre 2017: «Nel regime legale delle società per azioni, in presenza di azioni dotate del valore nominale, sussiste una rigida correlazione fra l'ammontare del capitale sociale, il numero delle azioni e il valore nominale delle azioni [...]. Qualora invece una società per azioni si avvalga della facoltà concessa dall'art. 2346, comma 3, c.c., di emettere azioni senza indicazione del valore nominale, [...] l'ammontare del capitale sociale e il numero delle azioni - possono in linea di principio essere modificate l'una indipendentemente dall'altra [...]. Sono ormai note alcune esemplificazioni di questo principio. Si pensi anzitutto alla deliberazione di riduzione del capitale a copertura di perdite, in virtù della quale la società può decidere di lasciare inalterato il numero delle azioni preesistenti [...]. Analogamente dicasi per l'operazione che potrebbe dirsi inversa, con la quale l'assemblea straordinaria delibera di aumentare il capitale sociale a titolo gratuito, mediante imputazione di riserve a capitale, lasciando tuttavia inalterato il numero delle azioni preesistenti [...]. Si pensi anche all'operazione di annullamento di azioni proprie senza riduzione del capitale sociale [...]. Si pensi infine ai c.d. aumenti di capitale sotto la parità contabile [...]. In tal caso, la modificazione statutaria ha ad oggetto il numero delle azioni, che viene aumentato in misura pari al numero delle azioni di nuova emissione, e comporta altresì un correlato aumento del capitale sociale, in misura tuttavia non corrispondente al numero delle azioni emesse [...]. [...] Le ricadute applicative di questa impostazione possono essere colte in diverse tipologie di operazioni. [...] La prima di esse è proprio l'emissione di azioni a pagamento, senza aumento del capitale sociale [...]. Lungo la medesima direzione, la [...] massima prende altresì in considerazione l'ipotesi in cui si preveda la conversione di [...] strumenti finanziari (ivi compresi quelli di cui agli artt. 2411, comma 3, c.c. e 2346, comma 6, c.c.) in azioni di nuova emissione, senza alcun corrispondente aumento del capitale sociale della società emittente. È bene ribadire che siffatta ipotesi può dar luogo a due differenti situazioni. In primo luogo, può trattarsi di [...] strumenti finanziari (ad es. ex art. 2411, comma 3, c.c., o ex art. 2346, comma 6, c.c.) che comportino un obbligo di rimborso a carico della società. In tal caso, la società iscrive un debito nel passivo del proprio stato patrimoniale, pari all'ammontare del suo obbligo di rimborso (art. 2424, Passivo, lett. D, n. 2, c.c.), il quale, per effetto della conversione viene normalmente imputato a capitale sociale ed eventualmente per la parte eccedente a sovrapprezzo. Se la conversione è prevista senza aumento del capitale, invece, essa comporterà semplicemente l'imputazione dell'intero debito (e non solo di una sua parte) alla riserva sovrapprezzo. Diversamente dicasi qualora la conversione abbia ad oggetto strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6, c.c., che non comportano alcun obbligo di rimborso a carico della società. In tal caso, il valore degli apporti effettuati dai sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi (ove iscrivibile all'attivo dello stato patrimoniale) dà luogo all'iscrizione, al passivo dello stato patrimoniale, di una voce di riserva di pari importo, comunemente detta riserva da apporto di strumenti finanziari partecipativi. Al momento della conversione, se è previsto che l'emissione delle azioni avvenga senza aumento del capitale sociale, l'intero importo della riserva viene imputato (anziché a capitale sociale) a riserva sovrapprezzo, trattandosi a ben vedere del "corrispettivo" corrisposto dai sottoscrittori per conseguire, in un primo tempo, gli strumenti finanziari partecipativi, e, successivamente, le azioni di nuova emissione. Vale senz'altro la pena sottolineare che in presenza di questi presupposti si deve ritenere che la conversione in azioni

non sia subordinata alla permanenza, sino al momento della conversione, della riserva costituitasi con gli apporti degli strumenti finanziari partecipativi. L'emissione delle nuove azioni può pertanto avvenire anche qualora essa sia stata erosa da perdite verificatesi dopo l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi e prima del momento della conversione. Il che deve ritenersi un congruo risultato alla luce dei rapporti tra gli azionisti e i titolari di strumenti finanziari convertibili, posto che, altrimenti, i secondi subirebbero prima dei primi gli effetti negativi delle perdite maturate dalla società, che li priverebbe del diritto di conversione lasciando invece intatta la posizione degli azionisti».

27. Strumenti convertibili: limiti alla conversione in caso di perdite

Qualora la "Riserva apporti strumenti finanziari" risulti erosa dalle perdite maturate al momento dell'esercizio del diritto di conversione degli strumenti finanziari in azioni della società emittente, tale diritto di conversione può essere esercitato soltanto per il minore importo risultante al netto delle perdite subite dalla società emittente.

Cfr. Trib. Napoli 25 febbraio 2016, in *www.ilcaso.it*: «Qualora la "Riserva apporti strumenti finanziari" risulti erosa dalle perdite maturate al momento dell'esercizio del diritto di conversione, tale diritto potrà essere esercitato soltanto per il minore importo risultante al netto delle perdite subite dall'emittente».

28. Strumenti convertibili: situazione patrimoniale occorrente per la conversione

Ai fini della conversione degli strumenti finanziari partecipativi in azioni della società emittente è necessaria la predisposizione di una situazione patrimoniale aggiornata.

Cfr. Trib. Napoli 25 febbraio 2016, in *www.ilcaso.it*: «Al fine di salvaguardare l'esigenza della corrispondenza fra capitale nominale e capitale reale, la capitalizzazione degli strumenti finanziari partecipativi (*id est* la loro trasformazione, mediante conversione, in capitale di rischio), non può prescindere da una verifica della situazione patrimoniale esistente al momento della conversione e dall'accertamento delle perdite eventualmente maturate nel corso dell'esercizio e fino a tale data, effettuata sulla base di un bilancio infrannuale formato secondo le ordinarie regole del bilancio di esercizio».

29. Voto degli strumentisti

In caso di attribuzione del diritto di voto ai titolari di strumenti finanziari, lo statuto deve determinarne il "peso".

Cfr. Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.J.1, *Esercizio di voto degli strumenti finanziari*, 1° pubbl. 9/04: «[...] È in ogni caso necessario che lo statuto determini il peso del voto spettante ai portatori degli strumenti finanziari».

30. Voto degli strumentisti in un'assemblea speciale

È legittima la clausola statutaria che disponga l'esercizio del voto degli strumenti finanziari in un'assemblea speciale.

Cfr. Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.J.1, *Esercizio di voto degli strumenti finanziari*, 1° pubbl. 9/04: «[...] È fatta comunque salva la possibilità di prevedere statutariamente che gli strumenti finanziari aventi diritto di voto su argomenti di competenza dell'assemblea dei soci esercitino detto diritto in un'assemblea speciale [...]».

31. Voto degli strumentisti nell'assemblea generale

Il diritto di voto su argomenti specifici (di competenza dell'assemblea dei soci) attribuito agli strumenti finanziari, si esercita nell'assemblea avente all'ordine del giorno tali argomenti e non in un'assemblea speciale.

Cfr. Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.J.1, *Esercizio di voto degli strumenti finanziari*, 1° pubbl. 9/04: «Qualora gli strumenti finanziari siano dotati di diritto di voto su argomenti specificatamente indicati, normalmente devoluti alla competenza dell'assemblea dei soci (ad esempio la modifica dell'oggetto sociale),

detto diritto di voto viene esercitato nell'assemblea dei soci all'uopo convocata e non in un'assemblea speciale [...]».

32. Voto degli strumentisti su argomenti specifici

È legittima la clausola statutaria che, per l'esercizio del diritto di voto "su argomenti specificamente indicati" da parte dei titolari di strumenti finanziari, disponga l'esercizio del voto nell'assemblea separata dei titolari di strumenti finanziari e non nell'assemblea generale degli azionisti (l'assemblea generale è poi tenuta a uniformarsi alle indicazioni espresse in sede di assemblea separata). Più in generale, se ai titolari di strumenti finanziari partecipativi è attribuito il diritto di voto su argomenti "specificamente indicati", detto voto deve essere espresso con modalità tali da separare il conteggio dei voti espressi dagli azionisti dal conteggio dei voti espressi dai titolari degli strumenti finanziari partecipativi.

Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, in CNN Notizie del 9.3.2005: «[...] il legislatore ha espressamente previsto che gli strumenti finanziari in esame possono essere dotati del "diritto di voto su argomenti specificamente indicati" (art. 2351, ultimo comma, c.c.). Nel tentativo di contribuire a far luce sul significato di questa disposizione, occorre risolvere, in primo luogo, l'apparente dissidio tra il divieto di voto nell'assemblea generale degli azionisti (cfr. art. 2346, ultimo comma, prima parte) e la previsione contenuta nell'ultimo comma dell'art. 2351, ai sensi della quale, come appena ricordato, "gli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco". Ebbene, per quanto in questa sede più interessa sembra potersi affermare che il "diritto di voto su argomenti specificamente indicati può essere statutariamente costruito nel senso che esso deve essere esercitato nell'assemblea separata dei titolari di strumenti finanziari e non nell'assemblea generale degli azionisti, la quale sarà statutariamente tenuta ad uniformarsi alle indicazioni espresse in sede di assemblea separata. Più in particolare, nel caso ipotizzato il diritto di voto dovrà essere esercitato in un luogo diverso rispetto all'assemblea generale degli azionisti - assemblea che peraltro dovrà recepirne le indicazioni - anche se questo luogo, da un lato, non dovrà necessariamente identificarsi con l'"assemblea speciale" di cui all'art. 2376 c.c., dall'altro, potrà anche non rappresentare un'"assemblea" in senso tecnico, come nel caso di emissione di un unico strumento sottoscritto da uno specifico investitore [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 167, *Diritto di voto degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.)*, 7 novembre 2017: «La disciplina dei diritti di voto che possono essere attribuiti agli strumenti finanziari partecipativi (s.f.p.) è contenuta negli artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c. Si tratta invero di una disciplina piuttosto scarna, essendo solamente previsti: in negativo, il divieto di attribuire agli s.f.p. «il voto nell'assemblea generale degli azionisti», e in positivo, la possibilità di dotare tali strumenti del «diritto di voto su argomenti specificamente indicati», ivi incluso il diritto di nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Tra gli interrogativi che tale succinta disciplina suscita, vi è anzitutto quello concernente le modalità e il luogo in cui il diritto di voto può essere espresso da parte dei titolari degli strumenti partecipativi. Sul punto, la massima interpreta la formulazione dell'art. 2346, comma 6, c.c., secondo quello che appare il suo significato più in linea con una corretta ricostruzione della *ratio legis*: si ritiene che il divieto ivi contenuto implichi la necessità che il voto dei titolari di s.f.p. non sia cumulabile con quello degli azionisti nella formazione di un'unica delibera assembleare, ma debba essere conteggiato separatamente, per lo più [...] mediante la sua espressione in una assemblea speciale di categoria. Una siffatta lettura si lascia preferire a quella più permissiva secondo la quale il divieto sarebbe d'ostacolo solamente all'attribuzione di un diritto di voto generalizzato, esteso a tutte le materie di competenza assembleare, impregiudicata invece la possibilità che il diritto di voto "speciale" venga espresso non solo nel medesimo luogo in cui viene espresso il voto dei soci (il che non nuocerebbe ove il conteggio rimanesse separato), ma anche concorrendo alla formazione di un'unica delibera assembleare. La ragione per cui tale ultima lettura non appare convincente risiede, da un lato, nella formulazione letterale della norma che pone il divieto di voto nell'assemblea generale in quanto tale, a prescindere dalle materie di relativa competenza, e, dall'altro lato, nella maggiore coerenza sistematica di una interpretazione che preservi una concezione dell'assemblea generale come luogo di formazione di decisioni imputabili esclusivamente ai soci (o comunque a coloro che vantano diritti sulle azioni), evitando il rischio che tali decisioni vengano adottate senza il consenso necessario e sufficiente degli azionisti, come potrebbe verificarsi se una data deliberazione si reggesse sul preponderante voto dei titolari di s.f.p. [...] Pertanto, anche in presenza di clausole

statutarie che prevedessero la contestualità delle riunioni degli uni e degli altri, l'espressione del voto avverrà in due assemblee logicamente e giuridicamente distinte [...]».

33. Voto degli strumentisti su argomenti specifici: nozione di argomento specifico

Gli argomenti "specificamente indicati" sui quali può essere previsto il voto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi sono:

- a) la nomina di componenti degli organi sociali;
- b) l'approvazione di deliberazioni adottate dall'assemblea degli azionisti (salvo quelle per le quali - come la deliberazione di approvazione del bilancio - non è consentita la previsione di maggioranze più elevate rispetto a quelle fissate per legge);
- c) l'autorizzazione al compimento di determinati atti da parte degli amministratori.

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 167, *Diritto di voto degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] Quanto invece alla disciplina "in positivo" del diritto di voto, la massima identifica tre possibili tipologie di argomenti su cui l'assemblea speciale potrà esprimersi, ferma naturalmente restando la competenza, inderogabile, della medesima assemblea speciale ad approvare eventuali delibere dell'assemblea dei soci che pregiudichino i diritti attribuiti agli strumenti partecipativi. Si precisa così che l'assemblea speciale costituirà, anzitutto, il luogo naturale (sia pure non obbligato) in cui i titolari di strumenti partecipativi potranno esercitare i diritti e le prerogative che la legge riconosce alla collettività degli stessi. Il tipico caso è costituito dai diritti di nomina di componenti degli organi sociali. Una seconda possibile funzione dell'assemblea speciale è poi quella dell'approvazione di determinate deliberazioni di competenza dell'assemblea ordinaria o straordinaria dei soci. Si tratta, in questi casi, dell'attribuzione alla collettività degli s.f.p. di un diritto di veto, da esercitarsi per il tramite del voto nell'assemblea speciale, rispetto a decisioni che altrimenti sarebbero di esclusiva spettanza dei soci: la natura "partecipativa" di tali strumenti, e quindi la fisiologica compartecipazione di tali strumenti a diritti altrimenti spettanti in via esclusiva ai soci, rende tale opzione statutaria legittimamente percorribile. La massima, tuttavia, precisa che l'attribuzione di tali diritti di veto incontra un duplice limite. In primo luogo, essi non possono estendersi alla generalità delle competenze assembleari, vanificandosi altrimenti il precetto normativo in base al quale possono spettare solo diritti di voto "su argomenti specificamente indicati". Il veto degli s.f.p., inoltre, non può estendersi a quelle materie per le quali la disciplina vigente impone il divieto di innalzare le maggioranze di legge (art. 2369, comma 4, c.c.), considerato che tale divieto costituisce un presidio non derogabile neppure in via indiretta e mediata, a salvaguardia della facilità deliberativa su argomenti essenziali per la sopravvivenza della società [...]».

Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 167, *Diritto di voto degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), 7 novembre 2017: «[...] Tra gli argomenti di possibile competenza dell'assemblea speciale degli s.f.p., invece, non possono esservi tematiche gestionali, perché tali strumenti possono partecipare soltanto dei diritti spettanti ai soci, e tra di essi non vi è la competenza gestionale, attribuita in via esclusiva all'organo amministrativo (art. 2380-bis c.c.). In materia rimane tuttavia salva la possibilità di riconoscere agli strumenti partecipativi il coinvolgimento negli stessi limiti consentiti ai soci, con particolare riferimento all'autorizzazione di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.: è questa, dunque, la terza tipologia di possibili argomenti su cui l'assemblea speciale può pronunciarsi. Si ricorda, sul punto, che l'autorizzazione al compimento di specifici atti degli amministratori non è una competenza assembleare necessaria, dovendo formare oggetto di apposita clausola statutaria. Deve peraltro ritenersi legittima [...] la scelta statutaria di attribuire tale competenza all'assemblea speciale degli strumenti partecipativi anche in assenza di analoga previsione per l'assemblea generale: in tal caso, semplicemente, la "partecipazione" degli strumenti sarà riferita non tanto a un diritto attuale dei soci ma a un diritto solo potenziale, vale a dire possibile ancorché allo stato non esercitato in statuto. Non emerge, infatti, dal sistema che agli s.f.p. non possano essere concessi spazi decisionali che i soci, pur potendolo, non si siano riservati [...]».

34. Voto: divieto di voto nell'assemblea generale

Il divieto di voto nell'assemblea generale degli azionisti collegato agli strumenti finanziari è da intendersi come divieto di attribuire il voto su qualsiasi deliberazione, ma non impedisce, su specifici argomenti, l'esercizio del voto degli strumenti finanziari nell'assemblea generale.

Cfr. Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.J.1, *Esercizio di voto degli strumenti finanziari*, 1° pubbl. 9/04: «[...] la previsione del sesto comma dell'art. 2346 c.c., che vieta la possibilità di emettere strumenti finanziari aventi

diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, deve essere interpretata come divieto di abbinare agli strumenti finanziari il diritto di voto "generale" e non anche come divieto di esercitare nell'assemblea generale degli azionisti il diritto di voto "speciale" eventualmente attribuito ai sensi del quinto comma dell'art. 2351 c.c. [...]».