

S.p.a.

Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring*

di Angelo Busani e Marco Sagliocca

Si analizza una delle più frequenti tecniche di utilizzo della categoria degli strumenti finanziari partecipativi di cui agli artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c., e si esamina se ed entro quali limiti gli statuti delle società per azioni possano concretamente attribuire, ai titolari di tali strumenti, diritti amministrativi esercitabili in concorso con gli azionisti.

La crisi in cui attualmente versa il nostro sistema economico determina il frequente ricorso a operazioni di ristrutturazione del debito delle società, maturato in particolare, oltre che verso i fornitori, verso il sistema bancario; e l'utilizzo di ingenti quantitativi di denaro delle banche per ricapitalizzare le società debitorie spinge all'ideazione di strumentazioni operative idonee a permettere alle banche stesse di "controllare" le scelte gestionali delle società che beneficiano di questi piani di ristrutturazione e quindi il concreto utilizzo del denaro bancario. Vi sono, ad esempio, casi in cui le banche pretendono la nomina di "propri uomini" nei ruoli manageriali "chiave" (ad esempio nel ruolo di *Cfo* (1) oppure mediante l'istituzione della figura del *Chief Restructuring Officer*, cui viene affidato un ruolo determinante nelle decisioni gestionali successive all'approvazione del piano di ristrutturazione) nonché casi in cui le banche, convertendo il proprio credito in capitale e quindi divenendo addirittura socie delle società finanziate, intendono nominare, negli organi sociali, propri esponenti, al cui volere le decisioni aziendali siano variamente subordinate o che comunque su di esse esercitino il loro controllo. In queste situazioni, evidentemente, si tratta di confezionare regole adatte per conseguire lo scopo voluto: ad esempio, regole che "garantiscono" il diritto di nomina di questi esponenti del ceto bancario e la loro immunità dall'evenienza di subire revocche ad opera di soggetti diversi dalle banche autrici della loro nomina, nonché regole che assicurino il ruolo determinante della volontà di costoro nell'assunzione delle decisioni degli organi cui essi partecipano.

Nella strutturazione di tali operazioni, e quindi nella soluzione di queste problematiche, accade che gli operatori professionali attualmente affidino un ruolo sempre più incisivo agli "strumenti finanziari partecipativi" (d'ora innanzi indicati con l'acronimo "sfp") di cui agli artt. 2346, ultimo comma (2), e 2351, ultimo comma (3), c.c. Praticamente sconosciuti anteriormente alla riforma del diritto societario del 2003, questi "strumenti" sono stati introdotti dal legislatore della riforma (4), nell'ambito delle norme che il codice civile dedica alle s.p.a., con l'intento di offrire alle imprese italiane, endemica-

Note:

(1) È ovvio il riferimento al caso "Unicredit - Gruppo Fondiaria Sai", sul quale cfr. ad esempio, *Il Sole 24 Ore* del 14 maggio 2011, 33 ("Pronto l'accordo sulle holding dei Ligresti").

(2) Per il quale «*Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina 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*».

(3) Per il quale «*Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 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. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano*».

(4) Per l'analisi dei lavori preparatori della riforma del diritto societario in ordine alla disciplina degli strumenti finanziari partecipativi, cfr. AA.VV., *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di Vietti - Auletta - Lo Cascio, Tombari - Zoppini (a cura di), Milano, 2006, 214.

mente povere di capitale proprio e massicciamente finanziate dal sistema bancario, un nuovo supporto tecnico finalizzato a facilitare l'ampliamento e la diversificazione dei canali di reperimento delle risorse finanziarie di cui esse necessitano, alla luce della considerazione che il processo di crescita delle imprese (sia di piccole-medie che di grandi dimensioni) non può prescindere dal rafforzamento della loro struttura patrimoniale e finanziaria con l'utilizzo di canali alternativi e ulteriori rispetto alla provvista bancaria, favorendo quindi il ricorso a operazioni di finanza straordinaria quali quelle organizzate dagli operatori del *private equity* e del *venture capital* (5); anzi, per la loro novità e per le finalità cui gli sfp sono preordinati, può senza dubbio convenirsi sul punto che la loro introduzione nel nostro sistema ha senz'altro costituito un momento centrale nella riforma del diritto societario del 2003 (6). In sintesi, il legislatore della riforma ha ritenuto opportuno mettere a disposizione delle imprese una nuova gamma di canali di finanziamento, in un'ottica di diversificazione dei mezzi di raccolta di capitale di credito e di rischio offrendo, in cambio dell'apporto di risorse patrimoniali, la possibilità di modulare in vario modo (seppur nei limiti dettati dal legislatore a presidio dei principi inderogabili oltre i quali all'autonomia privata non è dato spingersi) il ventaglio dei "diritti patrimoniali" e dei "diritti amministrativi" attribuibili ai soggetti che accettano di effettuare questi apporti (7); invero, la sintetica disciplina codicistica conferisce ampio spazio alla "fantasia" degli operatori circa la elaborazione di regole confacenti al singolo caso concreto e offre, come oltre si vedrà, la possibilità di assicurare, mediante l'inserimento in statuto di clausole *ad hoc*, una tutela reale, e non solo meramente obbligatoria, dei cosiddetti "diritti di governance" attribuibili ai titolari degli sfp.

Attualmente però succede che gli sfp, in effetti ideati per agevolare la crescita delle imprese in una situazione di mercato fisiologica, si rivelano utili per fronteggiare invece le evenienze proprie di un periodo patologico, come l'odierno, e cioè per concorrere all'opera di ristrutturazione delle imprese in crisi, al cospetto di ingenti situazioni debitorie verso le banche: se i finanziamenti bancari vengono rinegoziati o se le banche entrano addirittura nel capitale delle imprese finanziate, gli sfp (variamente configurabili, come oltre si vedrà, quali titoli di debito o di capitale) possono infatti essere un utile strumento per consentire alle banche un efficiente monitoraggio delle operazioni di risanamento che esse hanno consentito (8).

Se poi si passa da queste considerazioni "politiche"

a una fase più prettamente "operativa", è inevitabile il rilievo che il dato normativo di cui si dispone in materia di sfp è, come detto, assai sintetico, e talora non perfettamente chiaro, e che quindi vi sono numerose questioni che occorre preliminarmente dipanare al fine di un appropriato utilizzo degli sfp e dell'allestimento di una loro idonea regolamentazione; vi è da smarcare, ad esempio, il tema di individuare quali altri "diritti amministrativi", oltre a quelli espressamente previsti dall'art. 2351, ultimo comma, c.c., possano essere "incorporati" negli sfp; oppure, il problema della regolamentazione del diritto di voto attribuito ai titolari degli sfp. Ancora, allargando l'indagine ai "diritti amministrativi" attribuibili agli sfp da un piano essenzialmente teorico (e cioè dalla mera identificazione del catalogo dei "diritti" di possibile attribuzione) a una prospettiva di prassi professionale, occorre verificare come tali "diritti amministrativi" possano essere concretamente declinati all'interno dello statuto sociale e se, e in che limiti, possano essere statutariamente attribuiti, ai titolari degli sfp, "poteri di influenza" finalizzati essenzialmente a garantire una forma di difesa del loro investimento (come è nel caso dei cosiddetti *restrictive covenants* (9), intesi come la previsione dell'obbligo del preventivo assenso dell'investitore su alcune operazioni societarie o su talune scelte gestionali di particolare rilevanza).

La nozione di "strumento finanziario partecipativo"

Qualsiasi indagine circa la confezione di sfp idonei

Note:

(5) Sul tema del chiaro disfavore della riforma nei confronti del credito bancario, quale principale fonte di finanziamento dell'attività sociale, cfr. M. Stella Richter, *Società (riforma delle)*, in *Enc. giur.*, XXIX, Roma, 2004, 4 ss., A. Gambino, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 641; G. Ferri jr., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, I, 766; U. Tombari, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1094.

(6) Cfr. F. Innocenti, *Gli strumenti finanziari nelle società per azioni*, Perugia, 2010, *passim*.

(7) Cfr. F. Innocenti, *Gli strumenti*, cit., 3.

(8) Cfr. A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in corso di pubblicazione in Maurizio Irrera (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, 2011, § 1, consultato per gentile concessione dell'Autore.

(9) Su tale concetto cfr. ad esempio B. Szego, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in Banca d'Italia, *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, 2002, 23-25.

a un'operazione di *restructuring* e quindi circa la tipologia dei "diritti amministrativi" e dei "diritti patrimoniali" che possano essere "incorporati" negli sfp, deve essere necessariamente preceduta da un seppur sintetico esame dei presupposti la cui ricorrenza consente di identificare la fattispecie dello "strumento finanziario partecipativo" di cui agli uridica c.c.

Anzitutto, occorre riflettere sul punto che si tratta di strumenti "partecipativi" e che quindi occorre definire i connotati occorrenti per poter qualificare uno strumento finanziario come "partecipativo". Tali caratteristiche paiono ricavabili dalla stessa rubrica della Sezione V (del Capo V del Titolo V del Libro V) del codice civile, intitolata appunto «azioni e altri strumenti finanziari partecipativi». Dal nomen di tale rubrica pare, infatti, potersi derivare la conclusione circa l'esistenza di due macro-classi di strumenti finanziari emettibili dalle società per azioni, quelli propriamente "partecipativi" e quelli qualificabili, al contrario, come "non partecipativi" (10). All'interno della prima classe (quella degli "strumenti partecipativi") dovrebbero distinguersi, da un lato, le azioni (che incorporano la partecipazione all'operazione societaria nella sua "interesse", riflettendone le caratteristiche essenziali) e, dall'altro, appunto, gli strumenti finanziari diversi dalle azioni che, pur non essendo equiparabili alle azioni in termini di "quantità" della partecipazione alla vita societaria che ad essi è correlata, "partecipano" comunque sotto un qualche profilo (amministrativo o patrimoniale che sia) alla organizzazione e alla gestione della società emittente (in altri termini, si tratta di taluno dei diritti - la cui individuazione pare liberamente rimessa all'autonomia privata - che tipicamente competono al socio in derivazione dal diritto di proprietà delle sue azioni; all'autonomia negoziale il legislatore sembra concedere, non essendo dettata alcuna predeterminazione, la facoltà di scegliere, a seconda delle peculiarità del caso concreto, la combinazione tra diversi "diritti amministrativi" e "diritti patrimoniali" più o meno dotati di natura partecipativa) (11).

Nella classe degli strumenti finanziari "non partecipativi", invece, sarebbero da annoverare anzitutto le obbligazioni, cui andrebbero poi affiancati gli altri strumenti finanziari "non partecipativi" espressamente previsti dal legislatore, tra i quali gli «strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società» (di cui all'art. 2411, comma 3, c.c.) nonché gli «strumenti finanziari di partecipazione all'affare», di cui all'art. 2447 *ter* c.c.

In secondo luogo, occorre notare che, ai fini della qualificazione della fattispecie, per parlarsi di "strumento finanziario partecipativo" da esso devono necessariamente derivare "diritti patrimoniali" per chi ne sia il titolare, in quanto la legge, disponendo «la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi», prescrive appunto che essi siano «forniti di diritti patrimoniali», quando invece essi possono «anche» non essere dotati di "diritti amministrativi"; in altri termini, mentre i "diritti patrimoniali" connotano inderogabilmente la fattispecie dell'sfp (12), i "diritti amministrativi" possono arricchire il contenuto degli sfp, affiancando i "diritti patrimoniali", ma non debbono necessariamente sempre sussistere.

Note:

(10) Tale ricostruzione del quadro dei diversi strumenti finanziari emessi dalla società per azioni è proposta da M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 82. Non sembrano invece condividere questa impostazione, G. Ferri jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 814; P. Spada, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali* del Consiglio nazionale del Notariato, 2004, suppl. n. 2, 226 ss.; e B. Libonati, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 8 ss.; ai quali sembra potersi ascrivere la tesi secondo la quale la linea di demarcazione va collocata non già tra "strumenti partecipativi" e "strumenti non partecipativi", bensì tra le azioni, da un lato, e tutti gli altri strumenti finanziari emessi dalle società per azioni, dall'altro. Questi ultimi, del resto, sarebbero tutti comunque ricompresi nella categoria delle obbligazioni, la quale avrebbe un perimetro tale da abbracciare sia le obbligazioni in senso proprio (art. 2411, commi 1 e 2), che gli strumenti finanziari partecipativi di cui agli artt. 2346, comma 6, 2349, comma 2, e 2447 *ter* c.c.

(11) V. M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit., 85 i quali propongono la seguente triplice serie di situazioni in cui potrebbero combinarsi, all'interno di uno strumento finanziario partecipativo, diritti amministrativi e patrimoniali in modo tale che almeno uno di questi abbia natura partecipativa: (i) solo i diritti patrimoniali, o alcuni di essi, presentano natura partecipativa (ad esempio il diritto ad una quota di utili, alla distribuzione delle riserve o parte di esse, al riparto di liquidazione, ecc.), mentre i diritti amministrativi, se presenti, non sono altro che diritti derivanti dall'organizzazione di gruppo dei possessori degli strumenti finanziari stessi, esterni all'organizzazione sociale, come avviene per i già ricordati diritti amministrativi degli obbligazionisti; (ii) solo i diritti amministrativi, o alcuni di essi, hanno natura partecipativa (ad esempio il diritto di nomina di un consigliere, di impugnazione delle deliberazioni assembleari, di fare denunce ai sensi degli artt. 2408 e 2409, ecc.), mentre i diritti patrimoniali non «partecipano» al contratto sociale, perché ad esempio consistono del rimborso del capitale apportato e nel diritto ad una determinata remunerazione del medesimo, come accade tipicamente nello schema delle obbligazioni.

(12) Per M. Notari, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 51, la ragione è che tali diritti «riflettono la natura e la causa dell'operazione economica sottostante all'emissione degli strumenti finanziari e quindi, quale essa sia, non può darsi il caso di strumenti finanziari che ne siano del tutto privi».

Notevoli riflessi di rilievo pratico derivano altresì dalla qualificazione “economica” degli sfp, e cioè dal fatto che essi siano inquadrabili come titoli di “equity” o come titoli di “debt”. In dottrina si rilevano, invero, sia la tesi che qualifica gli sfp indistintamente come debito ovvero come capitale di rischio (13), sia la tesi secondo la quale gli sfp, pur differenziandosi dalle obbligazioni, costituiscono in effetti solo una forma di debito, alla quale fa, in ogni caso, riscontro un obbligo di rimborso da parte dell'emittente (14). Nella recente esperienza applicativa (15) sembra peraltro decisamente prevalere l'uso degli sfp quali strumenti di equity, in quanto essi vengono emessi a fronte di apporti in denaro versati per accrescere il patrimonio dell'impresa, dotandola di capitale di rischio (sul piano contabile, a fronte dell'emissione di questi sfp e del conseguente incremento patrimoniale, viene invero iscritta in bilancio una riserva rappresentativa del valore dell'apporto). In questi casi, di regola, i titolari di sfp vengono remunerati prioritariamente rispetto agli altri azionisti, ma in via subordinata rispetto ai creditori sociali, con un ritorno economico atteso in funzione degli utili sociali o, in taluni casi, in funzione dei proventi rivenienti da talune specifiche attività, e quindi senza garanzie di rimborso dell'apporto. Qualora invece gli sfp vengano costruiti come strumenti di debito, la loro remunerazione ovviamente prescinde dal conseguimento di utili da parte della società e i loro titolari, benché l'esigibilità del loro diritto di credito possa essere subordinata alla soddisfazione di altri creditori ovvero al verificarsi di determinate circostanze, beneficiano della tutela in generale spettante ai creditori della società, e cioè ad esempio della possibilità di insinuarsi al passivo in caso di fallimento della società emittente e del fatto di essere insensibili a eventuali perdite sofferte dalla società medesima.

Sfp e diritto di voto

Le banche che consentono piani di *restructuring* spesso pretendono, come già detto, di concorrere alla formazione delle (o di controllare le) decisioni societarie da adottarsi a valle del piano sia per verificarne la congruenza con il piano stesso sia comunque per monitorare la gestione della società durante la fase di ristrutturazione. Fondamentale è pertanto la tematica del diritto di voto attribuibile ai titolari degli sfp. Ora, nell'art. 2351, ultimo comma, c.c., il legislatore ha espressamente previsto che gli sfp «*possono*» essere dotati del «*diritto di voto su argomenti specificamente indicati*». Evidentemente, sta

sottinteso al dettato della norma in questione che si tratti di argomenti di competenza dell'assemblea dei soci (e quindi, con riferimento alle competenze proprie dell'organo amministrativo, in tanto il voto del titolare di sfp è, in tal caso, rilevante, in quanto si tratti di materie di competenza del consiglio di amministrazione soggette ad autorizzazione assembleare ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.). L'espressione normativa di cui all'art. 2351, ultimo comma, c.c., che pare dunque attribuire, ai titolari degli sfp, la possibilità dell'esercizio, in assemblea, di un diritto di voto “in senso proprio”, va peraltro mediata alla luce dell'altra affermazione legislativa, recata dall'art. 2346, ultimo comma, c.c., secondo la quale gli sfp possono essere «*forniti di diritti patrimoniali o amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti*». Si rende necessario quindi rinvenire una linea di conciliazione tra tali norme, che viene indicata dalla dottrina dominante (16)

Note:

(13) Cfr. M. Notari e A. Giannelli, *Commento*, cit., 77; R. Costi, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in Abbadesse - Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2006, 733.

(14) Cfr. P. Spada, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 621; B. Libonati, *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, cit., 8 secondo il quale «lo strumento finanziario, in altre parole, esprime sempre un credito verso la società e, per converso, un debito della società verso il finanziatore».

(15) Ci si riferisce a una indagine compiuta da A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari*, cit., § 2.

(16) Cfr., tra gli altri, B. Libonati, *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, cit., 14 e ss.; M. Notari - A. Giannelli, *Commento*, cit., 96; F. Stagno d'Alcontres, in Niccolini - Stagno D'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario società di capitali, sub art. 2351*, 313; U. Tombari, *Strumenti finanziari “partecipativi”*, cit., 8; M. Cian, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., 116. Cfr. invece in senso contrario F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 58, secondo il quale, in mancanza di indicazioni statutarie, il voto attribuito agli strumenti finanziari deve essere espresso nell'assemblea generale degli azionisti. Secondo questo Autore, è vero che l'art. 2346, ultimo comma, c.c. lascia intendere che il diritto di voto dei titolari di sfp debba essere espresso nell'assemblea speciale di categoria, ai sensi dell'art. 2376 c.c.; ma è anche vero che, nei lavori preparatori alla riforma del diritto societario, un voto autonomo dell'assemblea dei titolari di sfp è previsto limitatamente alla nomina dei membri degli organi di amministrazione o di controllo, non anche per le altre materie. Inoltre, sempre secondo questo Autore, l'art. 2376 c.c., a differenza dell'art. 2351 c.c., attribuisce competenza deliberativa all'assemblea di categoria non in ordine a determinate materie stabilite nello statuto, ma solo in relazione alla circostanza che la deliberazione dell'assemblea dei soci, qualunque ne sia l'argomento, possa pregiudicare i diritti della categoria. Per confermare la fondatezza della ricostruzione sopra riportata, l'Autore richiama anche le disposizioni di cui agli artt. 2506 *ter* comma 4, c.c. in materia di scissione e 2526, comma 2, c.c. in materia di cooperative, nelle quali sembra darsi per scontato che il diritto di voto dei titolari di sfp debba essere espresso nell'assemblea “generale” degli azionisti.

nel senso di ritenere che ai titolari degli sfp sia attribuibile un voto da esprimersi nell'ambito di un loro specifico contesto, e cioè che non possa essere loro consentito il diritto di voto nell'assemblea "generale" degli azionisti, in concorso con gli stessi, e questo in nessuna materia né di competenza dell'assemblea ordinaria né di competenza di quella straordinaria.

Occorre peraltro osservare che, in senso contrario a tale impostazione, si è espresso un autorevole consenso notarile, ritenendo cioè che la previsione dell'ultimo comma dell'art. 2346 c.c., la quale, come detto, vieta la possibilità di emettere strumenti finanziari aventi diritto di voto nell'assemblea "generale" degli azionisti, dovrebbe essere interpretata come divieto di abbinare agli sfp il diritto di voto "generale" e non anche come divieto di esercitare nell'assemblea "generale" degli azionisti il diritto di voto "speciale" eventualmente loro attribuito ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2351 c.c. (17). Accogliendo questo orientamento, ne deriverebbe che, in presenza di sfp dotati di diritto di voto su argomenti specificatamente indicati, tale diritto di voto verrebbe esercitato, in assenza di diversa previsione dello statuto, nell'assemblea dei soci all'uopo convocata e non in un'assemblea speciale di categoria; e che della presenza dei titolari di tali sfp si dovrebbe tener conto ai fini della regolare costituzione dell'assemblea "generale" convocata per deliberare in ordine a detti argomenti (18). Questa impostazione però non pare convincente, in quanto la lettera dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., sembrerebbe escludere, in modo categorico, il diritto di voto dei titolari di sfp nel contesto di assemblee "generaliste" degli azionisti.

Parrebbe, pertanto, preferibile aderire alla tesi, sostenuta dalla dottrina maggioritaria, secondo cui il diritto di voto spettante ai titolari degli sfp, ai sensi dell'art. 2351, ultimo comma, c.c. dovrebbe essere espresso in un contesto diverso rispetto all'assemblea "generale" degli azionisti, fermo restando che, mediante apposita previsione statutaria, il voto espresso nell'assemblea "generale" deve essere in qualche misura condizionato alle indicazioni provenienti dai titolari degli sfp. Questo diverso contesto, rispetto a quello dell'assemblea "generale", nel quale si esprima la volontà dei titolari degli sfp, sarebbe variamente configurabile: si potrebbe trattare di un contesto simile o identico a quello delle assemblee "speciali" di cui all'art. 2376 c.c. (19), ma si potrebbe anche trattare di un contesto non assembleare, vuoi perché ricorra il caso dell'emissione di un unico strumento finanziario partecipativo sot-

toscritto da un unico specifico investitore, vuoi perché sia statutariamente previsto che i titolari di sfp esprimano la loro volontà mediante la manifestazione del loro consenso unanime in forma extra-assembleare, vuoi infine perché si tratti di strumenti finanziari partecipativi non emessi in serie e, pertanto, non suscettibili di costituire una categoria che esprima la propria volontà con votazioni maggioritarie (infatti, l'applicabilità della disciplina delle assemblee speciali, di cui all'art. 2376 c.c., ai casi di emissione di sfp presuppone che essi costituiscono una categoria, avendo connotati di serialità e standardizzazione, il che evidentemente rappresenta soltanto un'eventualità, ma non una regola) (20).

Dalle considerazioni che precedono, deriva dunque che assume importanza fondamentale la disciplina da confezionare, a livello statutario, circa le modalità e gli effetti dell'esercizio del diritto di voto dei titolari di sfp. Lo statuto, infatti, può prevedere, ad esempio, che:

- a) le deliberazioni attinenti talune specifiche materie possano essere condizionate al voto favorevole dei titolari degli sfp (espresso, a seconda dei casi, come sopra visto, nell'ambito di una "vera e propria" assemblea di categoria oppure in contesto diverso da un evento assembleare);
- b) per tali delibere occorra raggiungere determinati *quorum* (o nell'assemblea "generale" e/o nell'ambito del consesso "speciale" dei titolari degli sfp);
- c) se la decisione dei titolari degli sfp non interven-

Note:

(17) Comitato Notarile Triveneto, orientamento H.J.1 - (Esercizio di voto degli strumenti finanziari - 1° pubbl. 9/04); nel medesimo senso cfr. anche F. Galgano, *Le società di capitali e le cooperative*, in Galgano (diretto da) *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*, Padova, 2004, 135, secondo il quale lo statuto dell'emittente può prevedere che il voto dei titolari di sfp sia espresso in seno all'assemblea dei soci ovvero in assemblea separata oppure mediante una separata raccolta di documenti contenenti l'espressione del voto.

(18) Cfr. Comitato Notarile Triveneto, orientamento H.J.2 - (Quorum assembleari e strumenti finanziari - 1° pubbl. 9/04).

(19) Secondo F. Stagno d'Alcontres, in *Società di capitali*, cit., 313, il diritto di voto dei titolari degli sfp deve essere espresso nell'ambito di una "assemblea settoriale", la quale può peraltro non coincidere con l'assemblea speciale di cui all'art. 2376 (è lo statuto a dover compiere una scelta in un senso o nell'altro). Sul più generale tema della configurazione di una "organizzazione di categoria" con riferimento agli strumenti partecipativi ci si permette il rinvio a M. Miola, *I conferimenti in natura*, in Colombo - Portale (a cura di), *Trattato delle società*, vol. I, t. 3, Torino, 291; A. Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1278 ss.; M. Notari, *Le categorie speciali*, cit., 86 ss.

(20) Cfr. U. Tombari, *Strumenti finanziari "partecipativi" e diritti amministrativi nelle società per azioni*, Studio n. 5571/I, del Consiglio Nazionale del Notariato 2005, 8.

ga entro un determinato termine, la deliberazione dell'assemblea "generale" si intenda come mai assunta (21);

d) la deliberazione dell'assemblea "generale" produca effetto a meno che il dissenso dei titolari di sfp non raggiunga determinate dimensioni (22).

Passando poi a esaminare il novero delle materie con riferimento alle quali può immaginarsi il riconoscimento del diritto di voto ai titolari degli sfp, appare inevitabile la considerazione che tale diritto di voto non dovrebbe potersi estendere sino al punto di svuotare, di fatto, le attribuzioni dell'assemblea dei soci (23). D'altro canto, sembra doversi escludere anche l'ammissibilità di clausole statutarie che condizionino le decisioni dell'organo amministrativo al consenso dei titolari degli sfp; piuttosto, se si intende operare in tale direzione, si debbono configurare clausole che sottopongano determinate decisioni del *board* all'autorizzazione dell'assemblea ordinaria (*ex art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.*) e che poi rendano il consenso dei titolari degli sfp rilevante ai fini della formazione di questa autorizzazione assembleare. Ancora, parrebbe da escludersi la legittimità di clausole statutarie che subordinino a una decisione dei titolari di sfp, l'efficacia di deliberazioni di competenza dell'assemblea ordinaria quando è prevista l'inderogabilità "verso l'alto" dei quorum legali, ai sensi dell'*art. 2369, comma 4, c.c.* (come accade, ad esempio, per la delibera di approvazione del bilancio di esercizio) (24).

Al riguardo, nella recente prassi applicativa, si è riscontrata la presenza, piuttosto frequente, di clausole statutarie volte a istituire, in conformità alle limitazioni sopra descritte, veri e propri "diritti di veto" in favore dei titolari di sfp sul tema dell'effettuazione di operazioni straordinarie da parte della società, quali, ad esempio, la modifica dell'oggetto sociale, il trasferimento parziale o totale dell'azienda sociale, le operazioni di fusione e/o scissione (25), ovvero in vista del compimento di determinati atti gestori, quali il superamento di una certa soglia di indebitamento ovvero gli atti di disposizione di beni "strategici" (26). Evidentemente, con la statutarizzazione di determinati "restrictive covenants" (ossia dell'obbligo del soggetto finanziato di acquisire il preventivo assenso dell'investitore, titolare degli sfp, su alcune operazioni societarie di particolare rilevanza), si raggiunge il fine di conferire loro una sorta di "efficacia reale", sottraendoli quindi alla difficile azionabilità propria delle pattuizioni "parasociali" di natura obbligatoria e alla loro necessaria temporaneità (27).

Sul piano della tutela dei titolari degli sfp, sembra

anche potersi attribuire a tali soggetti, mediante ap-

Note:

(21) Con riferimento ad una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2010, lo statuto della società emittente ha previsto che «le delibere dell'assemblea soci specificamente elencate saranno inefficaci in assenza dell'approvazione da parte dell'assemblea speciale dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, da tenersi non oltre sette giorni lavorativi dopo la relativa assemblea generale dei soci».

(22) Cfr. A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari*, cit., § 4.

(23) Cfr. M. Notari - A. Giannelli, *Commento*, cit., 98.

(24) Cfr. M. Notari - A. Giannelli, *Commento*, cit., 99. In senso parzialmente conforme M. Cian, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, 66 ss., il quale, per un verso, estende l'inammissibilità del voto su specifici argomenti alle decisioni correlate alla nomina delle cariche sociali, quali la deliberazione inerente il compenso degli amministratori e, per altro verso, non annovera nell'ambito di tale inammissibilità l'approvazione del bilancio in quanto non sembra fondare l'inammissibilità medesima sul divieto di innalzamento del *quorum* di seconda convocazione di cui all'*art. 2369, comma 4, c.c.* In senso contrario si esprime invece B. Libonati, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, cit., 16. Il quale afferma la possibilità di «riconoscere ai portatori di strumenti finanziari partecipativi riuniti in assemblea un diritto di voto e di veto su argomenti specificamente indicati dallo statuto».

(25) Con riferimento a una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nel novembre 2009, il regolamento dello strumento finanziario partecipativo ha previsto che «l'assemblea speciale dei titolari di strumenti finanziari partecipativi deve, in ogni caso, approvare: (i) le delibere con cui l'assemblea dei soci dispone l'imputazione a riserva di quote di utili eccedenti quanto per legge deve essere imputato a riserva legale, (ii) le delibere di aumento di capitale sociale ovvero di emissione di obbligazioni che conferiscono ai loro sottoscrittori il diritto di sottoscrivere o ricevere azioni della Società, (iii) le modifiche dell'oggetto sociale della Società e l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività di assunzione o disinvestimento di partecipazioni in società che operano negli stessi settori di attività in cui opera la Società (o società dalla stessa controllate, direttamente o indirettamente), (iv) l'approvazione di progetti di fusione e scissione della Società, (v) la trasformazione della Società; (vi) la modifica della durata della Società, (vii) l'ammissione a quotazione delle azioni della società su un mercato regolamentato, (viii) la distribuzione di riserve di capitale di ogni genere, al fine di prevenire distribuzioni con effetti diluitivi per i titolari di strumenti finanziari partecipativi, (ix) la riduzione volontaria del capitale sociale attuata senza deliberare un contestuale annullamento di un numero di azioni corrispondenti alla riduzione».

(26) Con riferimento a una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2010, lo statuto della società emittente ha previsto che «il consiglio di amministrazione è validamente costituito con la maggioranza dei membri e delibera con il voto favorevole della maggioranza degli amministratori, tra cui l'amministratore designato dai titolari strumenti finanziari partecipativi, sulle seguenti materie: (i) assunzione di nuovi finanziamenti concessi da soggetti che detengano direttamente o indirettamente una partecipazione nella Società; [...] (ii) costituzione di garanzie reali o personali; (iii) aumenti di capitale delegati; (iv) accordi di joint venture; [...] (v) trasferimento totale dell'area immobiliare conosciuta come [...] sita in [...]. Nel caso in cui la delibera sia adottata senza il voto favorevole dell'amministratore designato dai titolari di strumenti finanziari partecipativi, la medesima delibera si intenderà inefficace salvo che sia successivamente ratificata dall'assemblea generale dei soci e dall'assemblea speciale dei titolari di strumenti finanziari partecipativi».

(27) Cfr. U. Tombari, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, cit., 9.

posita clausola statutaria, la legittimazione a impugnare, ai sensi dell'art. 2377 c.c., la deliberazione dell'assemblea generale dell'emittente adottata in dispregio del contrario avviso espresso dai titolari degli sfp. Tale diritto di impugnazione delle deliberazioni assembleari invalide potrebbe, infatti, essere statutariamente attribuito ai titolari di sfp, ai sensi dell'art. 2351, ultimo comma, c.c., norma che, come si vedrà più avanti, non sembra porre alcuna limitazione al novero dei "diritti amministrativi" accordabili ai titolari degli sfp. Al riguardo, è da segnalare che, nell'ipotesi in cui tale potere di impugnazione non venisse statutariamente riconosciuto ai titolari degli sfp, non sembra ipotizzabile a loro favore l'applicazione, in via analogica, dell'art. 2377 c.c., data l'assenza, in capo a questi, del diritto di voto sulla generalità delle materie di competenza dell'assemblea generale; secondo una opinione (28), sarebbe, peraltro, configurabile soltanto una parziale applicazione analogica dell'art. 2377 c.c., e cioè limitatamente alla tutela, sul piano risarcitorio, disposta nel suo quarto comma.

Sfp, diritti di nomina e poteri di revoca

Con un'espressione che appare esemplificativa (29) di una tipologia di "diritto amministrativo" attribuibile ai titolari degli sfp (30), il legislatore della riforma contempla, nell'art. 2351, ultimo comma, c.c., il caso che ai titolari di sfp 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», precisando che «alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano».

L'aspetto di maggior interesse che tale norma sollecita è senz'altro quello che riguarda il rapporto tra la nomina dell'amministratore o del sindaco o del consigliere di sorveglianza, da parte dei titolari degli sfp, e la deliberazione dell'assemblea "generale" occorrente per nominare i restanti componenti di detti organi sociali. Al riguardo, pare di poter trarre, dalla considerazione che la norma in esame non detta regole stringenti, la conclusione che si possa trattare tanto di una nomina "diretta" (vale a dire che il nominato vada a comporre l'organo di appartenenza per il solo fatto dell'espressione di una volontà in tal senso da parte dei titolari degli sfp, manifestata, a seconda dei casi, come sopra visto, o nell'ambito di una assemblea di categoria oppure, nell'ipotesi di strumenti non emessi in serie, mediante una dichiarazione di volontà in tal senso for-

mulata da parte dei loro titolari) (31), quanto di una fattispecie "a formazione progressiva" (32), e cioè della designazione di un candidato da parte dei titolari degli sfp, sulla cui formale nomina nell'organo cui questi sia destinato dovrebbe poi provvedere l'assemblea "generale", la quale sarebbe così investita di un potere/dovere in tal senso (33). Spetterebbe poi allo statuto dell'emittente precisare quale tra questi due regimi, quello della nomina "diretta" e quello della designazione soggetta a "ratifica", sia nel concreto applicabile.

In questo ambito, un problema peculiare si pone, peraltro, nel caso in cui vengano emessi sfp appartenenti a diverse categorie, in quanto occorre in tale ipotesi chiarire se il diritto di nomina di un consigliere o di un sindaco spetti ai titolari degli sfp intesi nel loro complesso oppure se vi sia un diritto di

Note:

(28) Cfr. A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari*, cit., § 4.

(29) Infatti, la norma in questione dispone che «*Gli strumenti finanziari [...] possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata [...], la nomina di [...]*».

(30) Invece, secondo F. Magliulo, *Le categorie di azioni*, cit. 56, la riserva, in capo ai titolari degli sfp, della nomina di un componente indipendente dell'organo amministrativo o di controllo, non rappresenterebbe una esemplificazione del diritto di voto su argomenti specificamente indicati, in quanto tale potere non integrerebbe, a stretto rigore, l'attribuzione del diritto di voto in assemblea ai titolari di strumenti finanziari, perché il legislatore della riforma avrebbe eccezionalmente sottratto alla competenza dell'assemblea degli azionisti la nomina di un componente degli organi di governo o di controllo della società.

(31) Secondo una massima dell'8 novembre 2010 del Consiglio Notarile dei Distretti Notarili Riuniti di Firenze, Prato e Pistoia, «l'autonomia statutaria potrebbe altresì configurare la nomina dell'assemblea speciale come già perfetta, condizionandone semplicemente l'efficacia all'approvazione dell'assemblea generale, che in tale sede potrà unicamente operare un riscontro di legittimità».

(32) Cfr. in tal senso M. Notari e A. Giannelli, *Commento*, cit., 102.

(33) Anche questo orientamento ha avuto applicazione concreta essendosi costruita una operazione caratterizzata da una designazione preliminare da parte dei titolari degli sfp e da una successiva deliberazione dell'assemblea degli azionisti volta a rendere efficace tale designazione e a completare il consiglio o il collegio con la nomina dei restanti amministratori o sindaci: il riferimento è a una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2010, il cui regolamento ha previsto che «i titolari di strumenti finanziari partecipativi avranno, collettivamente, il diritto di nominare un membro del consiglio di amministrazione della Società; a tal fine, i titolari di strumenti finanziari partecipativi dovranno indicare, alla data fissata per l'assemblea di nomina del consiglio di amministrazione un nominativo di proprio gradimento e, successivamente all'assemblea della Società, tenere una assemblea speciale dei titolari di strumenti finanziari partecipativi che ratifichi tale delibera». Cfr. nel medesimo senso l'orientamento espresso nella predetta massima dell'8 novembre 2010 del Consiglio Notarile dei Distretti Notarili Riuniti di Firenze, Prato e Pistoia.

nomina per ciascuna categoria di sfp. Al riguardo, è senz'altro possibile formulare, anzitutto, una conclusione sulla base di una interpretazione strettamente letterale dell'art. 2351, ultimo comma, c.c., il quale invero riconosce agli sfp, nel loro complesso, il potere di nomina di un solo «*componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza*» (34); cosicché, qualora vi siano due o più emissioni di strumenti finanziari, si dovrebbe procedere alla convocazione di un'assemblea inter-categoriale o alla individuazione, in sede statutaria, di un altro metodo operativo che consenta a ciascun gruppo di titolari di sfp di concorrere alla elezione dell'unico amministratore di loro spettanza. D'altro canto, è pure possibile, e forse maggiormente condivisibile, una diversa lettura della norma in questione, e cioè quella secondo cui l'autonomia statutaria potrebbe legittimamente sia riservare a ogni categoria di strumenti finanziari la nomina di un consigliere, sia attribuire agli strumenti finanziari (o alle varie categorie degli stessi) il potere di nominare più amministratori purché venga rispettato il limite che essi rappresentino, al massimo, la metà meno uno del numero complessivo dei componenti dell'organo destinatario delle nomine. E ciò in quanto dai divieti di cui all'art. 2351, comma 2, c.c. (di emettere azioni a voto non pieno in misura superiore alla metà del capitale sociale) e all'art. 2351, comma 4, c.c. (di emettere azioni a voto plurimo), sarebbe da evincere il principio generale in base al quale i soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale devono vedersi sempre e comunque riconosciuto il potere di assumere un ruolo dominante nelle deliberazioni di nomina delle cariche sociali e dunque di poter nominare almeno la metà più uno dei componenti degli organi di amministrazione e controllo (35).

Vi è poi da sciogliere il nodo della definizione del concetto di "indipendenza", al cospetto della prescrizione dell'art. 2351, ultimo comma, c.c., secondo la quale, appunto, la nomina riservata ai titolari degli sfp concerne «*un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza*». Al riguardo, pare potersi affermare che il legislatore abbia inteso far riferimento non ai requisiti di indipendenza previsti nel sistema monistico dagli artt. 2409 *septiesdecies* e *octiesdecies*, c.c., dovendosi, pertanto, riconoscere all'attributo "indipendente" una valenza meramente descrittiva, e cioè volta a chiarire che l'amministratore scelto dai titolari di sfp deve essere, quasi per definizione, "indipendente" dalla scelta degli altri amministratori da parte della maggioranza assembleare (36).

Occorre infine da operare una riflessione sulla disciplina applicabile per l'ipotesi di revoca dell'amministratore, consigliere di sorveglianza o sindaco nominati dai titolari di sfp. In particolare, ci si chiede se la competenza alla revoca spetti all'assemblea dei soci oppure ai titolari di sfp che abbiano proceduto alla nomina del soggetto destinatario della revoca; nonostante non manchino opinioni di segno contrario (37), sembra preferibile, per il conforto che in tal senso offre il dato normativo («*alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano*», ove dunque vi è una previsione di applicazione, al nominato dagli sfp, delle medesime norme applicabili agli altri componenti dell'organo cui egli appartiene), che il potere di revoca dell'amministratore o del consigliere di sorveglianza o del sindaco designato dai titolari degli sfp spetti all'assemblea dei soci e non ai titolari degli sfp (38). Nella prassi professionale, tuttavia, si riscontrano ipotesi contrastanti con questa conclusione, in quanto vengono infatti elaborate clausole statutarie secondo le quali il potere di revoca del consigliere indipendente viene attribuito solo ai titolari di sfp autori della sua nomina (39).

Note:

(34) Cfr. in tal senso B. Libonati, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in Balzarini - Carcano - Ventoruzzo (a cura di) *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Milano, 2007, II, 601; M. Cian, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., 118.

(35) Cfr. M. Notari - A. Giannelli, *Commento*, cit., 103-104.

(36) Cfr. in tal senso M. Notari - A. Giannelli, *Commento*, cit., 102; v. anche U. Tombari, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, cit., 10 secondo il quale il legislatore, utilizzando l'aggettivo "indipendente", avrebbe inteso far riferimento alla facoltà, dei titolari di sfp, di nominare uno o più amministratori o componenti del consiglio di sorveglianza con funzioni di informazione e monitoraggio sulla gestione dell'impresa, al fine di assicurare che la maggioranza degli amministratori prenda in considerazione - nell'attività di individuazione e composizione dell'interesse sociale - anche gli interessi dei titolari di sfp. In senso contrario cfr. A. Giampieri, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., § 4, secondo il quale è inevitabile il rinvio al disposto dell'art. 2409 *septiesdecies* c.c. che fa riferimento ai requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399 c.c.

(37) Propende per una applicazione analogica dell'art. 2449, comma 2, c.c. e, quindi, conclude per la riserva del potere di revoca in capo alla categoria degli strumenti finanziari partecipativi cui spetta la nomina U. Tombari, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, cit., 10

(38) Cfr. in tal senso M. Notari - A. Giannelli, *Commento*, cit., 104; cfr. anche F. Magliulo, *Le categorie di azioni*, cit., 56, il quale rileva come il legislatore non abbia previsto, nella specie, alcuna deroga al potere di revoca spettante all'assemblea dei soci, come invece avviene per i soggetti nominati da enti pubblici, per i quali è disposto, all'art. 2449, comma 2, c.c. che essi possano essere revocati soltanto dagli enti che li hanno nominati.

(39) Una volta effettuata la revoca, così come in ogni caso di
(segue)

Un'ultima questione concerne il numero delle nomine effettuabili dai titolari degli sfp, poiché, se la norma in esame (riguardante, come detto, «*la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco*») è chiara nel senso che i titolari degli sfp (salvo il caso, sopra visto, della esistenza di una pluralità di emissioni di sfp) possono procedere a una sola nomina (e quindi di un solo componente dell'organo amministrativo o dell'organo di controllo), la prassi vuole che i potenziali sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi (e quindi gli istituti di credito che acconsentono a una operazione di ristrutturazione del debito) richiedano una propria rappresentanza oltre che nel consiglio di amministrazione dell'emittente, anche nel suo organo di controllo, pretesa che non pare possibile soddisfare a livello statutario senza violare il disposto dell'art. 2351, ultimo comma, c.c., il quale, come detto, depone inequivocabilmente per una ipotesi alternativa di nomina, da parte dei titolari degli sfp, o di un amministratore o di un sindaco e non, viceversa, per una nomina cumulativa. La prassi professionale, per venire incontro a questa sentita esigenza, ha comunque elaborato uno stratagemma che pare efficace: è infatti frequente la presenza (negli statuti delle società emittenti o nei regolamenti degli sfp) di previsioni che, oltre ad attribuire ai titolari degli sfp il diritto di nomina di un componente del consiglio di amministrazione, attribuiscono loro anche il diritto di esprimere il "gradimento" sulla nomina del presidente del collegio sindacale della società emittente, nomina comunque spettante, in ogni caso, all'assemblea "generale" degli azionisti (40). Questa riserva di gradimento appare legittima poiché sembra potersi configurare come un diritto amministrativo "atipico", legittimamente attribuibile ai titolari di sfp. Infatti, diversamente da quanto accade per il diritto di voto, per il quale valgono le limitazioni esaminate in precedenza, pare si possa ritenere, come oltre verrà approfondito, che ai titolari di sfp possano liberamente attribuirsi sia i "diritti amministrativi" tipicamente spettanti agli azionisti, sia altri "diritti amministrativi", diversi da quelli che competono ai soci in dipendenza del contratto sociale. E in quest'ultimo ambito pare possa senz'altro ricomprendersi appunto anche questo "diritto di preventivo gradimento" sulla nomina del presidente dell'organo di controllo della società emittente gli sfp.

I diritti di informazione e di controllo e gli altri diritti di carattere "difensivo"

Le norme di cui agli artt. 2351, ultimo comma, e

2346, ultimo comma, c.c., lasciano ampio spazio all'autonomia statutaria sul punto dell'attribuzione ai titolari degli sfp di "diritti amministrativi" ulteriori rispetto al diritto di voto e al diritto di nomina di un componente dell'organo amministrativo o dell'organo di controllo. In altri termini, dalla formulazione di tali norme, sembra potersi dedurre, in linea generale, che l'autonomia statutaria può modulare il contenuto amministrativo dello strumento finanziario, e ciò sia in funzione di una finalità di controllo della società, sia in direzione di una finalità di governo dell'ente, dalle cui fortune dipende la remunerazione dell'investimento effettuato dai titolari degli sfp; ai titolari degli sfp, in sostanza, può essere attribuito l'intero armamentario dei "diritti amministrativi" spettanti agli azionisti, con la conseguenza di realizzare una quasi completa parificazione della posizione dei titolari degli sfp con quella degli azionisti, sia in senso qualitativo (gli stessi diritti), sia in senso quantitativo (lo stesso insieme di diritti) (41). Non solo: come già rilevato, ai titolari degli sfp sarebbero anche attribuibili prerogative e "diritti amministrativi" ulteriori rispetto a quelli tipicamente spettanti agli azionisti (cosiddetti diritti amministrativi "atipici") (42).

Nell'ambito della materia dei "diritti amministrativi" attribuibili statutariamente ai titolari degli sfp,

Note:
(segue nota 39)

cessazione dall'incarico del soggetto nominato dai titolari degli sfp, occorre procedere alla sua sostituzione. Al riguardo, in una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2010, nello statuto della società emittente è stato previsto che «nel caso in cui venga a mancare l'amministratore designato dai titolari di strumenti finanziari partecipativi, il consiglio di amministrazione dovrà immediatamente convocare l'assemblea dei titolari di strumenti finanziari partecipativi al fine di nominare un sostituto. Sino alla nomina di tale sostituto, non potranno essere validamente adottate le delibere consiliari che richiedano il voto favorevole dell'amministratore designato dai titolari di strumenti finanziari partecipativi, salvo approvazione da parte dell'assemblea speciale dei titolari di strumenti finanziari partecipativi».

(40) Con riferimento a una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2010, il regolamento degli strumenti finanziari partecipativi della società emittente ha previsto che: «i titolari di strumenti finanziari partecipativi avranno, collettivamente, il diritto: [...] di esprimere il proprio preventivo gradimento sulla nomina del presidente del collegio sindacale della Società; a tal fine i titolari di strumenti finanziari partecipativi dovranno indicare, entro e non oltre la data fissata per l'assemblea di nomina del collegio sindacale, una rosa di tre nominativi di proprio gradimento e, successivamente all'assemblea della Società, tenere un'assemblea speciale dei titolari di strumenti finanziari partecipativi che ratifichi tale delibera».

(41) Cfr. in tal senso M. Notari - A. Giannelli, *Commento*, cit., 105.

(42) Cfr. F. Innocenti, *Gli strumenti finanziari*, cit., 186.

una particolare attenzione va concentrata sull'ammissibilità, in capo a tali soggetti, del diritto di intervento nelle assemblee in cui siano, all'ordine del giorno, argomenti sui quali essi non abbiano diritto di voto; intendendosi per "diritto di intervento" non solo il diritto di prendere parte all'assemblea, ma anche quello di essere informati sugli argomenti all'ordine del giorno e di poterli discutere; questione che assume particolare rilievo a fronte della norma di cui all'art. 2370 c.c., introdotta con la riforma del 2003, che vieta l'intervento in assemblea agli azionisti privi del diritto di voto.

La dottrina favorevole all'attribuzione del diritto di intervento anche ai portatori di strumenti finanziari (43) osserva che la norma in questione sembrerebbe porre un divieto rivolto al solo "azionista" privo di diritto di voto; cosicché, se il legislatore avesse voluto estendere il divieto di intervento anche ai titolari di sfp, lo avrebbe dovuto sancire espressamente. Alla possibilità di dare ingresso in assemblea ai titolari di sfp giungono peraltro anche coloro i quali ritengono, invece, che il divieto di intervento in assemblea di cui all'art. 2370 c.c., sia estensibile pure ai titolari di sfp: dai fautori di questa tesi si propende infatti per la derogabilità dell'art. 2370 c.c., attraverso un' apposita previsione statutaria, (44); invero, non pare che, con l'art. 2370 c.c., il legislatore abbia inteso tutelare interessi indisponibili e dunque non dovrebbe essere impedita l'attribuzione agli sfp, mediante apposita clausola statutaria, del diritto di intervento in assemblea, anche laddove essi siano privi del diritto di voto (45).

La dottrina si è pure interrogata circa la possibilità di attribuire in statuto, ai titolari degli sfp, anche se sforniti di un corrispondente diritto di voto, il diritto di impugnazione delle deliberazioni dell'assemblea "generale", annullabili ai sensi dell'art. 2377 c.c.. Il problema si pone in quanto l'art. 2377, comma 1, c.c. tace sulla legittimazione all'impugnazione dei titolari di sfp, correlando il diritto di annullamento al potere di voto, oltre alla titolarità, da parte del soggetto impugnante, di una determinata percentuale del capitale sociale. Al contempo, l'art. 2377, comma 3, c.c., consente che lo statuto possa disporre diversamente, nel senso di «ridurre o escludere questo requisito». Non appare chiaro se la possibilità di escludere tale «requisito», si riferisca esclusivamente al requisito della titolarità di una determinata quota azionaria ovvero anche al requisito inerente al possesso di «azioni aventi diritto di voto con riferimento alla deliberazione impugnata». Qualora però prevalesse la prima inter-

pretazione, sarebbe arduo concludere per l'attribuzione, ai titolari degli sfp, del diritto di impugnativa, laddove essi siano privi del diritto di voto: se, infatti, tale diritto risultasse inderogabilmente negato agli azionisti privi del diritto di voto, altrettanto, a maggior ragione, dovrebbe avvenire per i titolari di sfp, parimenti privi del diritto di voto (46). In dottrina, sembra però prevalere la tesi che ammette la possibilità di attribuire statutariamente il diritto di impugnazione a beneficio dei titolari degli sfp: a favore di tale conclusione, deporrebbe invero l'assoluta genericità del riferimento ai "diritti amministrativi" contenuto nell'art. 2346, ultimo comma, c.c. (47), in uno con la ritenuta derogabilità delle norme che, per consentire l'impugnazione, richiedono la sussistenza del presupposto della titolarità del voto con riguardo alla delibera impugnata e del quantitativo minimo di azioni (48).

Alla luce di quanto precede, sembra inoltre potersi affermare, con il conforto anche rinveniente dalla prassi operativa (49), che lo statuto di un'emittente di sfp possa legittimamente dotare lo strumento finanziario anche dei seguenti diritti amministrativi c.d. "minori", vale a dire:

a) dei diritti di controllo, quali quello di denuncia

Note:

(43) Cfr. D. Pastore, *Degli strumenti finanziari*, in Lo Cascio - Panzani (a cura di), *Formulario delle società di capitali*, Milano, 2006, 230.

(44) Cfr. P. Fiorio, *sub art. 2370*, in Cottino - Bonfante - Cagnasso - Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, I, 535 ss.; U. Tombari, *Strumenti finanziari "partecipativi"* cit., 7; e F. Innocenti, *Gli strumenti finanziari*, cit., 188.

(45) Cfr. in tal senso F. Magliulo, *Le categorie di azioni*, cit., 55.

(46) Cfr. in tal senso F. Magliulo, *Le categorie di azioni*, cit., 60.

(47) Cfr. M. Notari - A. Giannelli, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, cit., 105; U. Tombari, *Strumenti finanziari "partecipativi" e diritti amministrativi nelle società per azioni*, cit., 7; molto perplesso sul punto e più propenso a negare l'attribuibilità di tale diritto di impugnazione è M. Cian, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., 103.

(48) Cfr. D. Pastore, *Degli strumenti finanziari*, cit., 231.

(49) Con riferimento a una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2010, il regolamento degli strumenti finanziari partecipativi della società emittente ha previsto che «i titolari di strumenti finanziari partecipativi avranno, collettivamente, il diritto: [...] (i) di impugnare le delibere del consiglio di amministrazione e dell'assemblea dei soci della Società; (ii) di proporre l'azione di responsabilità sociale ai sensi dell'articolo 2393 del codice civile contro gli amministratori, i sindaci e/o i revisori della Società; [...] (iii) diritti di informazione, ispezione o estrazione copie uguali a quelli dei soci della Società, incluso il diritto di ricevere, contestualmente all'invio ai soci, copia degli avvisi di convocazione delle assemblee dei soci della Società, nonché il bilancio e le relazioni infrannuali e le altre relazioni ed informazioni trasmesse ai soci ai sensi di legge o di Statuto».

di gravi irregolarità, ai sensi dell'art. 2409 c.c. (50) (dovendosi peraltro in tal caso fissare in statuto la percentuale richiesta per l'esercizio di tale diritto, rispetto al valore complessivo dell'emissione degli sfp);

b) dei diritti di informazione, quali quello di esaminare i libri sociali e di estrarne copie (art. 2422 c.c.), di prendere visione del bilancio e delle relative relazioni prima dell'assemblea (art. 2429 c.c.), di prendere visione dei progetti di fusione o di scissione e dei documenti previsti dalla legge (artt. 2501 *ter ss.* cod. civ.);

oltre che, come già sopra detto, del diritto di intervento in assemblea a scopo meramente informativo e del diritto di partecipare al dibattito assembleare.

Nel novero infine dei c.d. diritti amministrativi "atipici" (non spettanti, cioè, all'azionista "ordinario") che lo statuto potrebbe attribuire ai titolari di sfp, non sembrano incontrarsi limiti particolari nel prevedere una serie di diritti di informazione su taluni aspetti della gestione sociale, quali il diritto di intervento nelle riunioni del consiglio di amministrazione (e in comitato esecutivo) a scopo meramente informativo, ovvero il diritto di richiedere relazioni all'organo amministrativo su determinate materie gestionali o sulla gestione nel suo complesso, o il diritto di designare figure dirigenziali in determinati rami aziendali. Secondo quanto ricavabile dalla prassi applicativa, si tratta, in genere, da un lato, di diritti a contenuto informativo o di controllo funzionali alla "difesa dell'investimento parteci-

pativo" e, d'altro lato, anche di diritti volti a garantire una qualche forma di *exit* dell'investitore attributario degli sfp, come il diritto alla restituzione anticipata dell'investimento, nel caso in cui vengano superati, a livello gestionale, determinati parametri di performance (cosiddetti *milestones*). Inoltre, le posizioni di carattere difensivo conferibili ai titolari di sfp sembrano potersi spingere (come visto sopra con riferimento ai cosiddetti *restrictive covenants*) sino all'approvazione (da parte dei titolari degli sfp) di decisioni dell'organo di gestione atte a incidere sui connotati economici dell'investimento, in vista, però, non dell'esercizio di un diritto di veto su tali decisioni ma di un potere di recesso dal rapporto di partecipazione (51).

Note:

(50) In senso contrario cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni*, cit., 63, il quale sembra non ammettere la possibilità di attribuire, ai portatori di strumenti finanziari partecipativi, quei diritti c.d. "delle minoranze" (quali il diritto di convocazione dell'assemblea ex art. 2367 c.c., l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità ex art. 2393 *bis* c.c., la denuncia al collegio sindacale di cui all'art. 2408 c.c. e la denuncia al tribunale di cui all'art. 2409 c.c.) per l'esercizio dei quali la legge pone come condizione la titolarità di determinate quote azionarie. Secondo l'Autore non sarebbe possibile attribuire i sopra citati diritti a soggetti che, privi dello *status* di socio, non rappresentino alcuna percentuale del capitale sociale dell'emittente. Infatti, anche a voler ammettere la derogabilità a livello statutario delle percentuali minime di partecipazione azionaria non sembra che la deroga possa spingersi sino al punto di eliminare del tutto il presupposto della partecipazione al capitale sociale.

(51) Cfr. F. Innocenti, *Gli strumenti finanziari*, cit., 188.

LIBRI

Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di atti societari

a cura del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie



Il volume raccoglie gli Orientamenti in materia societaria elaborati dalla Commissione Società del Comitato Interregionale del Triveneto. Il lavoro offre **soluzioni ragionate e condivise** che possano essere una guida sicura per gli operatori del diritto e di utilità per tutti i professionisti che operano nell'ambito del diritto delle imprese e delle società. Inizialmente riferimento per i notai, i commercialisti, gli operatori del Triveneto, gli Orientamenti sono divenuti oggi **punto fermo per le ispezioni biennali** sull'attività del notaio da parte del Ministero di Giustizia, tramite gli Archivi Notarili, **regola per i Registri delle Imprese** e sono **commentati e citati dalla dottrina e dalla giurisprudenza**. Nel tempo hanno assunto una maggiore

articolazione ed un più ampio respiro e in questa nuova edizione gli Orientamenti del 2011 sono stati **motivati**, così come anche numerosi orientamenti degli anni precedenti.

Ipsoa, 2011, pagg. 384, € 35,00
Codice: 128240
ISBN: 978-88-217-3632-2

Per informazioni e acquisti

- **Servizio Informazioni Commerciali**
(tel. 02.82476794 – fax 02.82476403)
- **Agente Ipsoa di zona** (www.ipsoa.it/agenzie)
- **<http://ipshop.ipsoa.it>**