



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Dottorato di ricerca in
DIRITTO, MERCATO E PERSONA
ciclo XXXI°

Tesi di Ricerca

IL GRUPPO ENDOSOCIETARIO
ELEMENTI ISTITUZIONALI E PROBLEMATICHE
SPECIFICHE DELLE SOCIETÀ
MULTICOMPARTIMENTALI

SSD: IUS/04

Coordinatore del Dottorato

Ch. Prof.ssa Carmela Camardi

Supervisor

Ch. Prof. Niccolò Abriani

Ch. Prof.ssa Alessandra Zanardo

Dottorando

Stefano Brighenti

Matricola 956235

STEFANO BRIGHENTI

IL GRUPPO ENDOSOCIETARIO

ELEMENTI ISTITUZIONALI E PROBLEMATICHE SPECIFICHE
DELLE SOCIETÀ MULTICOMPARTIMENTALI

alla mia bellissima moglie

INDICE SOMMARIO

INTRODUZIONE E PIANO DI INDAGINE.....	XI
--	-----------

CAPITOLO I

LA STRUTTURA PATRIMONIALE DI UNA SOCIETÀ MULTICOMPARTO

PREMESSA	1
SEZIONE 1 – LA COMPARTIMENTAZIONE PATRIMONIALE INTERNA.....	6
1.1. La compartimentazione meramente interna (contabile): le azioni correlate.....	6
1.2. (segue) Altri strumenti finanziari con diritti correlati ad uno specifico settore di attività della società.....	24
SEZIONE 2 – LA COMPARTIMENTAZIONE ESTERNA NEL DIRITTO SOCIETARIO SPECIALE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI: LE SICAV E LE SICAF MULTICOMPARTO.....	31
2.1. I caratteri della compartimentazione nelle Sicav e nelle Sicaf.....	31
2.2. Le azioni emesse sui comparti delle Sicav e delle Sicaf multicomparto.....	42
2.3. Gli altri strumenti finanziari emettibili su ciascun comparto.....	49
SEZIONE 3 – LA COMPARTIMENTAZIONE ESTERNA NEL DIRITTO SOCIETARIO SPECIALE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI: LE SGR E I LORO FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO.....	56
3.1. La Sgr come società multicomparto: il problema della soggettività dei fondi comuni.....	56
3.2. La struttura patrimoniale: le quote dei partecipanti.....	70

CAPITOLO II

LA CREAZIONE DEL GRUPPO ENDOSOCIETARIO NEL DIRITTO SOCIETARIO COMUNE. LA COMPARTIMENTAZIONE ESTERNA NEL DIRITTO SOCIETARIO COMUNE: L'ISTITUTO DEI PATRIMONI DESTINATI E IL LORO IMPIEGO PER LA REALIZZAZIONE DI UN GRUPPO ENDOSOCIETARIO

1. L'operatività della compartimentazione.....	78
2. La nozione di "specifico affare": i limiti posti da questo requisito alla costituzione di patrimoni destinati.....	86
3. Il limite del dieci per cento del patrimonio netto: i vincoli posti da questa disposizione alla costituzione di patrimoni destinati.....	90
4. La rilevanza degli apporti di terzi.....	98
5. La struttura finanziaria di un patrimonio destinato: la natura degli apporti dei terzi e gli strumenti finanziari di partecipazione all'affare.....	103
6. (segue) La struttura finanziaria di un patrimonio destinato: la possibilità di emettere azioni sul patrimonio destinato.....	109
7. Conclusioni sulla struttura patrimoniale delle società multicomparto.....	120

CAPITOLO III

IL GOVERNO SOCIETARIO DI UNA SOCIETÀ MULTICOMPARTO

PREMESSA	127
SEZIONE 1 – IL GOVERNO SOCIETARIO DELLE SICAV E SICAF MULTICOMPARTO.....	129
1.1.L’organo amministrativo di una Sicav e Sicaf multicomparto.	129
1.2.Il ruolo degli azionisti nel governo societario di una Sicav e Sicaf multicomparto.	133
1.3.Il ruolo degli strumentisti nel governo societario di una Sicav e Sicaf multicomparto.	141
SEZIONE 2 – IL GOVERNO SOCIETARIO DELLE SGR E DEI LORO FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO.	142
2.1. L’organo amministrativo di una Sgr.....	142
2.2. Le assemblee dei titolari delle quote di ciascun fondo comune di investimento.....	144
SEZIONE 3 – IL GOVERNO SOCIETARIO DELLE SOCIETÀ MULTICOMPARTO DI DIRITTO SOCIETARIO COMUNE.	153
3.1. L’organo amministrativo.	153
3.2. La base: gli azionisti.	166
3.3. (segue) La base: i portatori di strumenti finanziari.....	190
3.4. L’organo di controllo.....	198
SEZIONE 4 – CONCLUSIONI IN ORDINE ALLA STRUTTURA AMMINISTRATIVA DELLA SOCIETÀ MULTICOMPARTO.	199

CAPITOLO IV

LA GESTIONE DELLA SOCIETÀ MULTICOMPARTO

SEZIONE 1 – I PARAMETRI DI RIFERIMENTO NELLA GESTIONE DI SOCIETÀ MULTICOMPARTIMENTALI.....	202
1.1.La ricerca di una tecnica di regolazione del governo societario di società multicomparto.	203
1.2.La disciplina degli Oicr e la ricostruzione dei diversi interessi sociali.	208
1.3.Le conseguenze dell’impostazione proposte.....	210
SEZIONE 2 – LA GESTIONE DEI SINGOLI COMPARTI: REGOLE E PATOLOGIE.	213
2.1.La disciplina del conflitto di interessi relativa agli Oicr.	213
2.2.Prima fattispecie problematica: la distribuzione delle risorse tra i vari comparti patrimoniali e l’assegnazione di opportunità d’affari.....	220
2.3.Seconda fattispecie problematica: i rapporti in danno al comparto.	227
2.4.Terza fattispecie problematica: il compimento di atti estranei all’oggetto di destinazione di ciascun comparto.	239

2.5. Il problema della destinazione del risarcimento del danno eventualmente dovuto per la violazione di una delle regole di condotta sin qui esaminate.	248
2.6. Il compimento di atti gestori del comparto giustificati dall'interesse del "gruppo endosocietario": le tesi prospettate in dottrina.	257
2.7. Il problema della sovrapponibilità del sistema di responsabilità di cui all'art. 2497 alla fattispecie delle società multicomparto.	262
SEZIONE 3 – LE OPERAZIONI STRAORDINARIE DEL GRUPPO ENDOSOCIETARIO.	268
3.1. Le fattispecie di fusione di due comparti, ovvero di un comparto con una società terza, e di scissione di un comparto in due comparti, ovvero in un comparto ed una società terza, e di cessione di un comparto ad altra società.	268
3.2. Le operazioni di fusione e scissione di una società multicomparto e di cessione di azienda o di ramo d'azienda di correlazione.	275
SEZIONE 4 – CONCLUSIONI IN MERITO ALLA DIFFERENZA DI DISCIPLINA TRA UN GRUPPO ESOSOCIETARIO ED UN GRUPPO ENDOSOCIETARIO.	279
4.1. Affinità e differenze tra la fattispecie del gruppo endosocietario e quella del gruppo esosocietario: la rilevanza del concetto di "persona giuridica".	280
4.2. Le teorie sulla personalità giuridica e le conseguenti conclusioni.	282
BIBLIOGRAFIA	291

INTRODUZIONE E PIANO DI INDAGINE

Oggetto della presente indagine sono le società multicomparto.

Le società multicomparto possono definirsi, nel gergo comune, società cui corrispondono due o più compendi patrimoniali distinti.

Perché una società dovrebbe avere più comparti patrimoniali separati?

Per rispondere alla domanda è necessaria una premessa: chiunque abbia a che fare con gli imprenditori, sa bene che in genere essi hanno, tipicamente, tre auspici.

Primo: esercitare più imprese. In genere, un imprenditore è alla ricerca di più linee d'affari; se vanno bene, incrementano i profitti altrimenti realizzabili con una sola (per fare un esempio banale, ma efficace: è sotto gli occhi di tutti che gli stilisti iniziano dai vestiti, poi aggiungono i profumi e la cosmesi, e finiscono con hotel, ristoranti ed arredamento); se invece vanno male, aiutano a compensare, grazie al noto principio della differenziazione, i risultati negativi di altri settori di attività, così riducendo, globalmente, il rischio cui l'imprenditore è esposto.

Secondo: contenere la responsabilità derivante da ciascuna impresa entro il valore del ramo aziendale ad essa dedicato.

Terzo: procurarsi finanziamenti¹.

La società multicomparto consente di realizzare tutti e tre questi auspici: perché la stessa società esercita più imprese; perché a ciascuna di esse corrisponde un comparto patrimoniale cui – si vedrà, nel prosieguo del lavoro, in che termini – può limitarsi la responsabilità per le obbligazioni a tale impresa relative; perché infine si offre al mercato dei capitali la possibilità di assecondare le propensioni di ciascun potenziale investitore, consentendogli di scegliere se investire nell'andamento *complessivo* delle diverse imprese (quindi, una scelta più propensa a ridurre i rischi, spalmandoli sui risultati di più iniziative imprenditoriali), ovvero concentrare l'investimento su uno o alcuni *specifici* settori aziendali (quindi, puntando sul buon andamento di questi e riparando il proprio investimento dai possibili andamenti negativi degli altri settori)².

Il problema dal quale muove la presente analisi è che, in realtà, le società multicomparto non esistono. O, meglio: in Italia non esiste una disciplina generale, di diritto societario comune, che consenta alle società di dotarsi di una struttura *perfettamente* multicompartimentale.

Eppure, la letteratura giuseconomica da tempo sottolinea come la limitazione della responsabilità rappresenti un forte incentivo per l'attività imprenditoriale. Tuttavia, simile incentivo ha lungamente dovuto trovare varie forme di coordinamento con il principio, fondamentale nei traffici giuridici, della responsabilità illimitata del debitore, in ossequio al quale tutti i beni di questo, presenti e futuri, devono potersi destinare alla soddisfazione dei suoi creditori. Al contempo, viene spesso ribadito che un forte incentivo all'investimento in attività imprenditoriale consiste nella possibilità di circoscrivere il rischio che così ci si assume ad un solo, determinato settore in cui opera l'imprenditore sovvenuto; ciò consente, infatti, non solo di non risentire di eventuali risultati negativi conseguiti dalla società in altri settori e di non dover condividere con questi ultimi gli eventuali risultati positivi conseguiti invece in quello di investimento, ma anche di poter limitare l'informazione ed il monitoraggio al solo settore di interesse.

¹ Cfr. G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società. Articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 640; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, Napoli, 2012, p. 1; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare. Artt. 2447-bis-2447-decies*, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato da Pietro Schlesinger e diretto da Francesco D. Busnelli, Milano, 2014, p. 5 s.

² Sulle funzioni degli istituti dei patrimoni e dei finanziamenti destinati, si veda C. GIUSTI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare: problemi applicativi e reale agibilità dell'istituto*, in *Riv. dir. impr.*, 2017, p. 523 ss.

È noto che, specie nel diritto continentale, detto principio di responsabilità illimitata del debitore ha per lungo tempo mantenuto una cogenza così forte che, come ricorda Galgano, si è dovuti ricorrere all'invenzione della persona giuridica per ivi incanalare ogni forma di limitazione di responsabilità. Con simile finzione, infatti, la limitazione della responsabilità degli individui viene tradotta in una diversa proposizione, pienamente rispettosa del principio generale: esiste un *altro* soggetto di diritto, che risponde con tutto il *proprio* patrimonio per le *proprie* obbligazioni³.

La cultura giuridica si è così prima “convinta” dell’effettiva esistenza di soggetti giuridici diversi dagli individui, per poi, almeno in parte, reagire, imponendosi di tornare alla consapevolezza che talune immagini figurate non sono altro che una sintesi ed una metafora per esprimere una particolare disciplina che riguarda pur sempre «uomini nati da ventre di donna» (per citare Ascarelli).

Tali riflessioni, unite ad un momento storico dove (forse) l’inderogabilità del principio della responsabilità patrimoniale del debitore – da noi statuito all’art. 2740 c.c. – può essere messa maggiormente in discussione, hanno condotto ad un’inversione di tendenza nella legislazione di diversi Paesi, fra cui anche l’Italia; inversione di tendenza consistita nella predilezione per il ricorso ai (più semplici) concetti di patrimonio autonomo, destinato o separato in luogo del tradizionale ricorso alla costituzione di persone giuridiche. Queste, tuttavia, rimangono attualmente il principale referente nell’attività imprenditoriale e, dunque, divengono esse (non già le persone fisiche) le principali destinatarie della disciplina che consente la circoscrizione della garanzia patrimoniale offerta ai creditori. Ciò perché, a ben vedere, una persona giuridica (in particolare, una società) con il suo nome semplifica notevolmente il discorso giuridico mantenendo sottointesa l’organizzazione, più o meno complessa, di individui; ciò, inoltre, perché ancora oggi, come ricorda Spada⁴, l’uso del nome di una persona giuridica rende maggiormente intuitiva l’applicazione di una speciale disciplina della circolazione di situazioni giuridiche soggettive, consentendo ai terzi di avere la percezione dell’«invarianza dell’azione rispetto alla persona dell’attore».

In questo contesto culturale-giuridico, gli imprenditori riescono comunque, in qualche modo, a realizzare i tre summenzionati auspici. Fino al 2003, lo strumento con

³ Per un’analisi dell’evoluzione del rapporto tra limitazione di responsabilità e personalità giuridica, v. G. BOZZA, *Commento all’art. 2447-bis*, in Bertuzzi, Bozza, Scumbata (a cura di), *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, s.a.a.*, Milano, 2003, p. 2 ss.

⁴ P. SPADA, *Persona giuridica e articolazione del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, p. 846 ss.

il quale si procedeva era, semplicemente, le società di capitali⁵: anche prima dell'introduzione, nel nostro ordinamento, della società unipersonale, era piuttosto semplice comunque trovare un secondo socio (più o meno effettivo) da far figurare nella compagine sociale; caduto quest'ultimo ostacolo (prima per le s.r.l., poi, nel 2003, anche per le s.p.a.), ogni imprenditore ha potuto procedere alla gemmazione di tante società di capitali unipersonali quanti sono i rami della propria impresa, limitando la responsabilità scaturente da ciascun ramo ai soli beni ad esso destinati e raccogliendo finanziamenti anche a favore (e con assunzione di rischio) di un solo ramo⁶.

Sempre nel 2003, sono stati introdotti, nel diritto societario comune, anche due istituti che hanno aperto le porte, seppur alquanto cautamente, alla compartimentazione del patrimonio sociale⁷. Il primo è rappresentato dalle azioni correlate, di cui all'art. 2350, commi 2 e 3, c.c.; il secondo dai patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare, di cui agli art. 2447-*bis* ss. c.c.

⁵ Lo osservano G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, cit., p. 641, e R. LENZI, *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. not.*, 2003, I, p. 550.

⁶ La storia della "fuga dalla responsabilità" è tracciata, suggerendo questa espressione, da G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, II, 5^a ristampa, Bologna, 2009, p. 1669 ss., ad opinione del quale «potrebbe dirsi che i patrimoni destinati corrispondono alla caduta di un'ipocrisia, quella rappresentata dal gruppo di società: se si vuole, ad un passaggio di liberatoria schiettezza, nel quale ci si è chiesti in fondo perché costringere una capogruppo ad accollarsi tutti i fastidi e le spese (anche fiscali) legate all'istituzione di nuove società con nuovi amministratori ed altri organi e distinti adempimenti burocratici *et cetera*, quando *ognuno sa* che si tratta di un'incastellatura volta unicamente a raggiungere determinati benefici. Più rapido ed economico (e quindi più efficiente) attribuire tali vantaggi direttamente alla società al proprio interno» (corsivi originali). Osservano come ci si stia avviando verso il riconoscimento di un principio della *specialità* della responsabilità A. ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio, nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, p. 545, e F. DI SABATO, *Sui patrimoni "destinati"*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 53, ad opinione del quale ultimo, in particolare, «il rapporto fra i due commi dell'art. 2740 non è più istituzionalmente di regola-eccezione, onde se ne potrebbe dare una configurazione opposta, retta dal principio di sussidiarietà: si vuole dire che vi sarebbero aree di responsabilità patrimoniale, solo al netto delle quali varrebbe la regola residuale della generalità della garanzia». Cfr. L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, cit., p. 100 s., il quale suggerisce una revisione generale ed un inquadramento del nostro sistema della responsabilità patrimoniale in senso molto più duttile, rinvenendo il pilastro della tutela del credito a valle, nel sistema delle revocatorie, e non a monte, in una supposta rigidità della disciplina della responsabilità patrimoniale: «in ciò dovrebbe risiedere certa misura di modulabilità per via privata dei rapporti con i creditori». Cfr. anche G. LAURINI, *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, in AA. VV., *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003, p. 117 s., e F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, 2008, p. 41, i quali osservano come mentre il sistema del *common law*, attraverso l'istituto del *trust*, ha preferito da subito parlare di una separazione patrimoniale, il sistema del *civil law*, invece, ha preferito adottare una soluzione di secondo grado quale la costituzione di soggetti giuridici distinti dalle persone fisiche.

⁷ Parla di superamento del preconcepito dell'intangibilità del principio dettato dall'art. 2740 c.c. G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, cit., p. 641.

Entrambi gli istituti sono stati accolti con grande entusiasmo dai commentatori della riforma del diritto societario di allora. La Relazione al d.lgs. n. 6/2003 e di seguito tutti i commentatori hanno evidenziato come l'istituto dei patrimoni destinati sia stato introdotto per rappresentare un'alternativa alla costituzione di altre società, rispetto alla quale soluzione presenterebbe però il duplice vantaggio di consentire, da un lato, un risparmio di costi di gestione rispetto a questa soluzione tradizionale; dall'altro (e al contempo), di rappresentare un vantaggio per i creditori e investitori, ai quali sarebbe consentito investire in un determinato settore di attività della società con riduzione dei costi di monitoraggio (e quindi costi del capitale) e possibilità di tutela in forma specifica, senza dover essere esposti al rischio dell'impresa complessiva⁸.

Ora, dopo quindici anni dall'introduzione dell'istituto, è innegabile che questi auspici non si siano realizzati e l'istituto non abbia avuto nella pratica il successo

⁸ Così la Relazione al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (in *Riv. soc.*, 2003, p. 112 ss.); G. FERRI jr., *Patrimoni e finanziamenti destinati*, in AA. VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2015, p. 81; A. ZOPPINI, *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca, Presti, Milano, 2003, p. 98 e p. 102; F. DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca borsa*, 2004, I, p. 15; G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 165, dove l'illustre Autore evidenzia, a proposito delle azioni correlate, come una loro utilità potrebbe consistere anche nel fatto che esse consentirebbero a chi conferisce o cede un'azienda di continuare ad essere legato alla stessa, percependo, quanto meno per un certo periodo, gli utili da essa prodotti, e p. 167, dove invece illustra i vantaggi che si prefigge l'introduzione dell'istituto dei patrimoni destinati ad uno specifico affare; E. BECCHETTI, *Riforma del diritto societario. Patrimoni separati, destinati e vincolati*, in *Riv. not.*, 2003, I, p. 50; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 32 s.; R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 546 ss., il quale riferisce che nella riflessione giuridica più recente «si fa strada la considerazione che il creditore non ritiene affatto di essere più garantito dalla garanzia generica bensì è più interessato all'isolamento dell'affare che intende finanziare ed alla destinazione dei proventi dello stesso, al fine di poter attuare una miglior valutazione del rischio»; P. MANES, *Commento all'art. 2447-bis*, in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, di P. Manes e F. Pasquariello, Bologna, 2013, p. 4 ss. e p. 54 s.; L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori. I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Torino, 2009, p. 99 e p. 103 s., dove l'Autore osserva: «[p]uò dirsi che l'introduzione in Italia dei patrimoni destinati ad uno specifico affare sta finalmente a dimostrare come non si ritenga più necessario ricorrere alla creazione di un nuovo ente, dunque allo schermo della personalità giuridica, ove si voglia ottenere l'effetto di convogliare la responsabilità patrimoniale del debitore su una massa separata del suo patrimonio, privilegiando le concrete istanze di efficienza ed economicità della gestione societaria». Prima della riforma del 2003, si veda P. DE BIASI, *«Burro e cannoni»: le alphabet stock*, in *Soc.*, 2002, p. 815 ss., il quale già evidenziava le opportunità offerte dall'emissione di azioni correlate a specifici settori di attività. In senso contrario, esprimendo un certo scetticismo sull'effettivo risparmio di costi rispetto alla costituzione di una distinta entità societaria, si esprimono invece G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, cit., p. 647 ss.; M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa, G. B. Portale, I, Torino, 2007, p. 825; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008, p. 99 ss.; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1631; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 21 s.; ID., *Patrimoni destinati e rapporti intergestori. I conflitti in società multidivisionali*, Torino, 2008, p. 1 s.

atteso⁹. Anzi, pare non aver avuto proprio alcun successo. Ciò mentre, nel contempo, la gemmazione di società unipersonali ha continuato ad essere una prassi assai diffusa.

Ebbene, volendo fare il punto dopo quindici anni, potrebbe dirsi che le cause dell'insuccesso dei due istituti – che pure potrebbero avere significativo mercato tra gli operatori economici – sono principalmente due. La prima, denunciata già all'indomani della riforma ed evidenziata da tutti i commentatori negli anni successivi, deve individuarsi nella formulazione, da parte del legislatore, di una disciplina non particolarmente liberale¹⁰. La seconda, ad avviso di chi scrive, sta nel fatto che ad una formulazione piuttosto rigida del legislatore è seguita un'interpretazione altrettanto rigida e restrittiva da parte (non della giurisprudenza, che non risulta essere mai stata chiamata a pronunciarsi in merito, bensì) della dottrina che questi istituti ha commentato e meglio declinato. Nel delineare la disciplina del nuovo istituto, la dottrina ha unanimemente avvertito che gli artt. 2447-*bis* ss. c.c. non intendevano assolutamente consentire una scissione sub-societaria ovvero la costituzione di un sistema di sub-

⁹ Per una revisione critica dei margini di utilità dell'istituto, si veda L. POTITO, *Patrimoni destinati ... all'insuccesso?*, in *Soc.*, 2006, p. 548 ss., secondo cui «se è vero che una sicura convenienza di tale istituto si può riconoscere in quelle ipotesi in cui si pensa di dar vita ad un progetto particolarmente rischioso da realizzare con la collaborazione di terzi, apportatori di conoscenze ed esperienze appropriate, oltre che di risorse finanziarie, sarà ben difficile che costoro, soprattutto se dotati di elevato spessore economico e patrimoniale, non richiedano che la società eserciti la facoltà contemplata dalla legge, estendendo la propria responsabilità alle obbligazioni generate dal progetto. Dunque, sembrerebbe che la convenienza di dar vita ad un patrimonio destinato secondo la disciplina che è stata architettata resti, per una società, limitata ai casi in cui l'iniziativa sia da realizzare senza apporti di terzi, o con terzi che non abbiano una forza contrattuale tanto elevata – per caratteristiche strutturali o ragioni contingenti – da richiedere l'estensione della garanzia. Più che orientata ad offrire alla società proponente la limitazione del rischio su una frazione del patrimonio specificamente destinato, appare dunque palese che la disciplina in esame abbia piuttosto la finalità di favorire gli apporti di terzi, riservando loro vantaggiose e privilegiate condizioni». Più recentemente hanno rilevato l'insuccesso dell'istituto R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 24; G. FERRI jr., *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 80.

¹⁰ Cfr. G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, cit., p. 650 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Patrimoni separati e vincoli comunitari*, in *Soc.*, 2004, p. 1061, il quale imputa il fatto che l'istituto sia «nato morto» all'insufficienza di normazione di questa figura. In senso analogo, F. DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari*, cit., p. 13 s., il quale evidenzia come, nonostante le sue insistenze in seno alla Commissione Vietti, non si sia voluto introdurre una regolazione del conflitto di interessi interpatrimoniali; analogamente, ID., *Brandelli di esperienza (non del tutto negativa) di un aspirante legislatore*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca, Presti, Milano, 2003, p. 320 s.; ID., *Sui patrimoni "destinati"*, cit., p. 62; R. ARLT, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected cell companies italiane*, in *Contr. e impr.*, 2004, p. 356, il quale ravvisa il maggiore ostacolo all'utilizzo effettivo dell'istituto nella forte limitazione quantitativa per la costituzione dei patrimoni destinati e nell'insufficiente tutela dei creditori. Una critica all'impostazione dell'istituto provenne, prima ancora del varo della riforma, da P. FERRO-LUZZI, *I patrimoni "dedicati" e i "gruppi" nella riforma societaria*, in *Riv. not.*, 2002, I, p. 272, il quale paventava la ricostruzione dell'istituto in termini di una «scissione sub-societaria», consentendo di creare una «sub-società», ossia «una società cui si toglie l'atto costitutivo e la si aggancia, in maniera estremamente ambigua, ad una società vera e propria».

società o di un *gruppo endosocietario*¹¹. Forse allora, proprio il ripetuto avvertimento per cui l'istituto non ha consentito la costituzione di un gruppo endosocietario potrebbe aver privato di ogni attrattività l'istituto, negando alla pratica degli affari proprio ciò che essa desiderava: un'effettiva alternativa ad un gruppo societario¹².

Il punto di partenza della presente ricerca, perciò, è il seguente: la struttura multicompartimentale delle società è, di fatto, un aspetto che interessa molto il mondo delle imprese¹³ ma, ciononostante, gli istituti che consentivano un qualcosa in tal senso, per come disciplinati ed interpretati, non hanno ottenuto, o quasi, riscontro nella prassi. Data questa premessa, s'indagherà se le norme che compongono questi istituti possano essere diversamente interpretate per renderli maggiormente appetibili agli operatori economici; una volta individuato il limite oltre il quale l'interpretazione non può spingersi, si cercherà di proporre alcune modifiche ai testi normativi che appaiono idonee a conciliare il sistema del diritto societario con una fattispecie che, ove diversamente modulata, potrebbe fornire l'occasione per una nuova interessante riflessione su taluni fondamenti del diritto societario stesso. Ciò, oltretutto, potrebbe essere considerato coerente con l'evidente necessità, alla luce delle nuove possibilità offerte dalla legislazione nazionale e straniera, di «un ripensamento sistematico del tema della responsabilità patrimoniale»¹⁴.

Nel condurre questa ricerca, si confronterà il diritto societario comune con il diritto societario speciale degli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), ossia le società di gestione del risparmio (Sgr), le società di investimento a capitale variabile (Sicav) e le società di investimento a capitale fisso (Sicaf). Ciò in

¹¹ P. FERRO-LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 127 s.; G. LAURINI, *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, cit., p. 120; P. MANES, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 58; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 53; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 88 ss.; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 19 e p. 83.

¹² Cfr. quanto diceva in attesa della riforma F. DI SABATO, *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Soc.*, 2002, p. 666, rilevando come quello che sarebbe poi stato definito come patrimonio destinato "industriale" (ossia, la fattispecie di cui all'art. 2447-bis, lett. a) sia «estremamente allettante per le imprese multidivisionali (e si veda la proposta di istituire le azioni correlate), nonché per le grandi imprese in opere pubbliche, le quali potrebbero dedicare patrimoni a singoli specifici affari, a singole grandi commesse, magari acquisite in Stati diversi soggetti, perciò, a diversi ordinamenti». Dopo la riforma, l'Autore rammenta come l'istituto in discorso dovesse rappresentare un'alternativa al gruppo di società, attraverso la creazione di una sorta di «subsocietà interna» (F. DI SABATO, *Sui patrimoni "destinati"*, cit., p. 62). Sul punto v. anche L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 99 s.

¹³ Si veda F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare. "Ottica destinazione" e "ottica separazione": analisi delle prospettive di sviluppo e dei profili di rischio connessi ai nuovi strumenti di "federalismo" patrimoniale e finanziario*, Milano, 2007, p. 9, secondo il quale «quello dei patrimoni destinati ad uno specifico affare sembra rivelarsi, invero, un valido strumento di natura gestionale, organizzativa e produttiva».

¹⁴ R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 544.

quanto questi tre tipi di società si caratterizzano tutti per il fatto di potersi dare una struttura multicompartimentale¹⁵. In altri termini, la presente indagine muove dalla constatazione che, nella disciplina speciale dell'intermediazione finanziaria, le società multicomparto esistono, ed esistono o per espressa previsione del legislatore o perché in tal senso – si vedrà – sono inquadrabili determinate fattispecie.

Scopo di questa tesi è dunque proporre una lettura maggiormente estensiva delle possibilità offerte dalla costituzione di patrimoni destinati a specifici affari, onde verificare se ed entro che limiti sia possibile creare un vero e proprio *gruppo endosocietario*¹⁶, con il proposito di andare oltre un discorso limitato alla sola applicabilità dell'istituto per come sino ad oggi è stato conosciuto e ricostruito, ed offrire invece alla pratica degli affari, magari grazie ad una disciplina più permissiva, un'alternativa concreta al più complicato e costoso meccanismo del gruppo societario.

¹⁵ Cfr. R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 238, il quale evidenzia «l'indubbia affinità tra società con patrimoni destinati e Sicav (e fondi comuni) multicomparto».

¹⁶ Fattispecie che, se ben intendiamo, secondo F. DI SABATO, *Sui patrimoni "destinati"*, cit., p. 62, avrebbe dovuto rappresentare l'obiettivo del legislatore riformante. Cfr. R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 561, dove l'Autore formula (seppur in termini dubitativi) la tesi per cui l'invalidità della delibera costitutiva del patrimonio destinato, avendo questa "valenza costitutiva del fenomeno *sub-societario*" (corsivo originale), dovrebbe essere disciplinata dall'art. 2332 c.c., riferito all'atto costitutivo della società. Cfr. altresì R. ARLT, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 356, il quale osserva come «le nuove figure giuridiche italiane rappresentano delle varianti di gestione del patrimonio e dell'attività imprenditoriale molto interessanti, che, in seguito ad alcuni chiarimenti, correzioni ed integrazioni a livello legislativo e/o giurisprudenziale, si prestano ad un largo utilizzo, non solo in Italia, ma oramai – in seguito alle citate sentenze "*Überseering*" ed "*Inpire Art*" della Corte di giustizia Ce – anche negli altri stati comunitari».

CAPITOLO I

LA STRUTTURA PATRIMONIALE DI UNA SOCIETÀ MULTICOMPARTO

SOMMARIO: PREMESSA. – SEZIONE 1 – LA COMPARTIMENTAZIONE PATRIMONIALE INTERNA. – 1.1. La compartimentazione meramente interna (contabile): le azioni correlate. – 1.2. (segue) Altri strumenti finanziari con diritti correlati ad uno specifico settore di attività della società. – SEZIONE 2 – LA COMPARTIMENTAZIONE ESTERNA NEL DIRITTO SOCIETARIO SPECIALE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI: LE SICAV E LE SICAF MULTICOMPARTO. – 2.1. I caratteri della compartimentazione nelle Sicav e nelle Sicaf. – 2.2. Le azioni emesse sui comparti delle Sicav e delle Sicaf multicomparto. – 2.3. Gli altri strumenti finanziari emettibili su ciascun comparto. – SEZIONE 3 – LA COMPARTIMENTAZIONE ESTERNA NEL DIRITTO SOCIETARIO SPECIALE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI: LE SGR E I LORO FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO. – 3.1. La Sgr come società multicomparto: il problema della soggettività dei fondi comuni. – 3.2. La struttura patrimoniale: le quote dei partecipanti.

PREMESSA

Ai fini della presente indagine è necessario verificare, anzitutto, se e come sia possibile, in base al diritto positivo, strutturare il patrimonio sociale in termini multicompartimentali.

Al riguardo, si deve operare da subito un'importante distinzione: la compartimentazione del patrimonio sociale può difatti configurarsi come meramente contabile (c.d. “compartimentazione interna”), ovvero come limitazione di responsabilità (c.d. “compartimentazione esterna”). Nel primo caso, la compartimentazione si attua attraverso una correlazione dei diritti patrimoniali degli investitori non già ai risultati economici dell'impresa societaria complessivamente considerata e/o alla consistenza dell'intero patrimonio sociale, bensì ai risultati economici e/o alla consistenza patrimoniale solo di uno o più specifici rami dell'impresa societaria.

Questo genere di compartimentazione presenta due caratteristiche.

In primo luogo, poiché viene attuata attraverso la tecnica della parametrizzazione dei diritti patrimoniali degli investitori, questa fattispecie di compartimentazione patrimoniale non può creare per gli investitori correlati un problema di *incapienza* del compendio aziendale dedicato al ramo d'impresa di riferimento: l'incapienza, infatti, presuppone un differenza negativa tra l'entità dei diritti di un terzo – entità che deve essere già *determinata* – e l'entità del patrimonio che di questi diritti costituisce la garanzia patrimoniale; nella fattispecie qui in esame, invece, una tale differenza negativa è impedita in radice proprio dall'impiego della tecnica del rendere i diritti dei terzi non già *determinati* ma solo *determinabili* in correlazione, appunto, all'effettiva consistenza di un certo compendio patrimoniale. L'idea è, insomma, di rendere il contenuto dei diritti patrimoniali dei terzi investitori non *determinato* bensì *determinabile*, ponendo come parametro di determinazione la consistenza non del complessivo patrimonio sociale, bensì di un singolo ramo dell'impresa societaria; ciò significa che l'entità dei diritti patrimoniali vantati dai terzi investitori sarà più o meno – a seconda di com'è scritta la clausola di parametrizzazione – direttamente proporzionale al valore (rappresentato in termini contabili) del singolo ramo d'impresa cui sono correlati, rimanendo per converso più o meno insensibile ai risultati economici e/o alla consistenza patrimoniale di altri rami della medesima società.

In secondo luogo, questo genere di compartimentazione si distingue dal secondo (ossia, la compartimentazione “esterna”) per il fatto di non dar luogo ad una forma di limitazione di responsabilità: non crea cioè due o più patrimoni separati e «l'imputazione contabile della posta passiva all'uno o all'altro comparto è dunque questione puramente interna inopponibile al terzo che agisca in sede esecutiva sui beni della società»¹. Una volta che la clausola di parametrizzazione avrà consentito di “cristallizzare” l'entità della prestazione patrimoniale cui l'investitore ha diritto, una volta cioè che il diritto di questo da determinabile sarà diventato determinato, la garanzia patrimoniale di tali diritti (ossia, i beni e le risorse finanziarie utilizzabili per la soddisfazione spontanea o aggredibili in caso di esecuzione coattiva) sarà costituita dall'intero patrimonio sociale e non già dal solo compendio aziendale dedicato al ramo d'impresa di correlazione². Il che potrebbe costituire un certo vantaggio qualora, per

¹ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, Milano, 2009, p. 17 s.

² Cfr. R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 139 s., il quale evidenzia, a proposito di strumenti finanziari obbligazionari con rendimento correlato all'andamento dello specifico affare, che la società risponde con *tutti* i propri beni presenti e futuri, in quanto i possessori di

esempio, al ramo di correlazione siano dedicati per lo più beni immobili o immateriali, mentre ad altri rami d'impresa (i cui risultati restano pur sempre irrilevanti per la definizione dei diritti) sono invece dedicate consistenti risorse liquide.

Insomma, la compartimentazione interna serve ad indicare «a quanto un investitore ha diritto».

La compartimentazione esterna si attua invece attraverso una limitazione della responsabilità patrimoniale della società. Ciò è reso possibile dalla creazione di due o più comparti patrimoniali separati³: investitori e altri creditori (a vario titolo) afferenti ad un certo ramo d'impresa potranno essere soddisfatti o soddisfarsi (si vedrà meglio in che misura) esclusivamente sul compendio aziendale ad esso dedicato (o destinato), senza poter invece considerare nella garanzia patrimoniale dei propri diritti anche i beni ricompresi negli altri comparti.

La compartimentazione esterna, allora, risponde alla diversa domanda: «su quali beni il creditore può soddisfarsi?».

Compartimentazione interna ed esterna rappresentano quindi due tecniche giuridiche diverse, preordinate alla realizzazione di obiettivi economico-imprenditoriali differenti.

Se questa è la distinzione teorica di massima, funzionale ad evidenziare i diversi caratteri delle due formule, devono però farsi due precisazioni.

Può infatti prima di tutto accadere che nel configurare la compartimentazione, tanto quella meramente interna quanto quella esterna, la società non divida nettamente i rami di attività. Potrebbe infatti prevedersi che per taluni investitori o creditori il valore di riferimento sia quello riferito ad un certo ramo d'impresa, mentre per altri il parametro sia rappresentato da quello ma anche da altri rami. Si crea così una struttura patrimoniale che anziché presentarsi come “a compartimenti stagni”, tra loro separati (il che significa, che i creditori di un comparto non coincidono con i creditori di un altro comparto), si presenta come a cerchi variamente tra loro intersecati od anche concentrici: per cui potrebbero esserci il comparto A, il comparto B, il comparto C, un comparto E costituito dall'insieme dei comparti A e B, ed infine un comparto F

tali strumenti risultano non già creditori particolari con titolo a soddisfarsi sul solo patrimonio dedicato al settore di correlazione, bensì creditori sociali che quindi concorrono *sull'intero* patrimonio della società.

³ È bene ricordare come tradizionalmente si distinguano i concetti di patrimonio “separato” da quello di patrimonio “autonomo”: si avrebbe un patrimonio “separato” quando, come si ipotizza nel testo, i diversi comparti patrimoniali appartengono al medesimo soggetto giuridico, mentre si sarebbe di fronte ad un patrimonio “autonomo” quando il compendio in questione fosse composto dagli apporti di una pluralità di soggetti, a nessuno dei quali (né ad altri) il patrimonio possa dirsi appartenere.

costituito dall'insieme dei comparti A, B e C. Se è vero che i creditori del comparto A non sono creditori del comparto B, è anche vero che vi sono talaltri creditori, quelli del comparto E, che sono creditori tanto del comparto A che del comparto B. Lo stesso dicasi con riferimento al primo tipo di compartimentazione: potrebbero esservi investitori i cui diritti patrimoniali vengono correlati al settore A, altri al settore B, altri al settore C, altri al settore E composto da A e B, altri infine dal settore F composto da A, B e C. Una riflessione di questo tipo non è solamente ipotetica. Si consideri una società che ha costituito un patrimonio destinato a norma dell'art. 2447-*bis*, comma 1, lett. a, c.c.: anticipando quanto si dirà nel secondo capitolo, questa fattispecie creerà un ceto di creditori del comparto A (ossia, il patrimonio "generale" delle società) ed un ceto di creditori del comparto B (ossia, il patrimonio destinato), ma anche, eventualmente, un ceto di creditori del comparto C costituito dall'insieme dei comparti A e B: ci si riferisce al caso in cui la società, in esercizio della facoltà riconosciuta dall'art. 2447-*quinquies*, comma 3, primo periodo⁴, stabilisca la responsabilità solidale del patrimonio "generale" (comparto A) per le obbligazioni assunte in esecuzione dello specifico affare cui è destinato il comparto B⁵. Fattispecie simile potrebbe poi venirsi a verificare anche, per legge, nell'ipotesi contemplata dal secondo periodo del citato art. 2447-*ter*, comma 3⁶: i creditori che trovano il titolo del proprio diritto in un fatto illecito, infatti, beneficiano per legge di una garanzia patrimoniale (che potrebbe appunto descriversi come comparto C) composta da tutti i beni compresi nel comparto A (il patrimonio "generale" della società) e nel comparto B (il patrimonio destinato ad uno specifico affare).

⁴ A norma del quale, si ricorda, «[Q]ualora la deliberazione prevista dall'art. 2447-*ter* non disponga diversamente, per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato».

⁵ Si passa così da un regime di separazione patrimoniale "perfetta" ad un regime di separazione patrimoniale "imperfetta". Si consideri, che come osservato in dottrina (G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 241; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 127; in senso simile R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 220 s.; A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, Milano, 2006, p. 98), una stessa società potrebbe costituire patrimoni destinati scegliendo per ciascuno di essi un diverso regime di responsabilità (per alcuni la separazione perfetta, per altri quella imperfetta); oppure il comparto residuale ovvero altro patrimonio destinato potrebbe rilasciare altre forme di garanzia (come pegni o ipoteche) a favore di altro comparto; oppure la società potrebbe prevedere la propria responsabilità con il patrimonio residuo a favore di uno o alcuni soltanto dei creditori particolari (quindi, per alcuni creditori particolari la garanzia patrimoniale sarebbe composta dai soli beni compresi nel comparto separato, mentre per uno o pochi altri creditori particolari la garanzia patrimoniale sarebbe estesa anche al comparto residuale). Ecco dunque che si verrebbe a creare una struttura patrimoniale a geometria variabile piuttosto che a compartimenti stagni.

⁶ A norma del quale «[r]esta salva tuttavia la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito».

Una seconda precisazione importante è che sopra si è distinto tra compartimentazione meramente interna e compartimentazione esterna in ragione delle differenti tecniche con cui sono realizzate. Si deve ora precisare però che tali tecniche non sono tra loro *necessariamente* alternative, ben potendo infatti cumularsi. S'intende cioè dire che se è vero che può esserci una compartimentazione interna senza compartimentazione anche esterna, che può esserci una compartimentazione esterna senza compartimentazione interna, è però vero che può crearsi una compartimentazione esterna che in sé cumula anche una compartimentazione interna. Il caso è quello della creazione di un comparto separato, al quale è limitata la responsabilità patrimoniale della società per le obbligazioni assunte in relazione ad un determinato ramo di attività, sul quale vengono emessi titoli che danno diritti correlati alla consistenza e/o all'andamento economico dello stesso: in un caso simile non solo si verifica quella compartimentazione contabile per cui i diritti sono determinati assumendo a parametro la consistenza del compendio aziendale dedicato al ramo di correlazione, ma, una volta che tali diritti passino da determinabili a determinati, i beni e le risorse finanziarie con cui o su cui gli investitori correlati possono soddisfarsi non sono più tutti quelli compresi nel patrimonio sociale, bensì solo quelli compresi nel comparto separato. Laddove compartimentazione esterna e compartimentazione interna si cumulino, dando luogo così ad una società che presenta due o più comparti patrimoniali tra loro separati ai quali è limitata la responsabilità tanto dei creditori quanto degli investitori settoriali, si crea una fattispecie che si connota per il fatto che ciascun comparto, isolatamente considerato, ripropone esattamente lo schema di quello che altrimenti sarebbe il patrimonio sociale di una distinta società. Pertanto, laddove una simile fattispecie si verifici, sembra corretto impiegare, per descriverla efficacemente, la suggestiva immagine del "gruppo endosocietario".

Quanto sin qui osservato è una ricostruzione delle categorie e della fattispecie *teoricamente* ipotizzabili. Si tratta ora di verificare se ed in che misura il diritto positivo le consenta.

Nella prima sezione si analizzeranno le fattispecie di compartimentazione meramente interna. Nelle seguenti due e nel successivo capitolo si vedranno, invece, gli istituti che consentono una compartimentazione esterna.

1.1. La compartimentazione meramente interna (contabile): le azioni correlate.

Il primo istituto espressamente previsto dal legislatore per conferire al patrimonio sociale struttura multicompartimentale, benché a livello puramente contabile⁷, sono le azioni correlate di cui all'art. 2350, commi 2 e 3, c.c. Più che di un istituto⁸, si tratta di una categoria speciale di azioni⁹ che il legislatore tipizza per dettarne una minima regolamentazione¹⁰ che si vedrà qui di seguito.

Le azioni correlate sono delle azioni che conferiscono diritti patrimoniali «correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore» (così l'art. 2350, comma 2, c.c.). Per “settore” deve intendersi qualunque centro autonomo di generazione di ricavi e costi della società o un ramo d'azienda e può coincidere, tipicamente, con un segmento merceologico (o di servizi, se la società opera nel c.d. terziario) o geografico¹¹. Non v'è dubbio che i diritti patrimoniali delle azioni possano essere

⁷ M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa*, 2003, I, p. 528; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate. Tracking stocks*, Napoli, 2010, p. 39; M. ARATO, *Le azioni correlate*, Torino, 2012, p. 123; F. MANCUSO, *Le società emittenti azioni correlate*, Torino, 2015, p. 66.

⁸ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 56, evidenzia appunto come le disposizioni dell'art. 2350, commi 2 e 3, non pongano una vera e propria disciplina.

⁹ Parlano di categoria di azioni G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions reflect» come modelli per le nostre «azioni correlate», in *Banca borsa*, 2003, I, p. 615; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, Napoli, 2005, p. 33; P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, p. 195; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 117; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 45 ss., secondo il quale (a p. 48) «si potrebbe forse ritenere che è proprio la clausola di indicizzazione a costituire la regola diversa dell'organizzazione societaria (“fondamento ultimo del concetto di categoria”). Questo dato è probabilmente decisivo a suffragio del collegamento tra l'istituto della categoria e le azioni correlate, che ci consente di riconoscere al fenomeno in esame autonomia tipologica e funzionale».

¹⁰ V. P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 217 s., il quale sottolinea che l'art. 2350, commi 2 e 3, sia una normativa di disciplina e non una normativa di fattispecie, con ciò volendo evidenziare come la correlazione rappresenti pur sempre espressione dell'autonomia statutaria; il legislatore – osserva l'Autore – non interviene quindi per offrire la fonte legale di una simile fattispecie azionaria, ma per dettarne una disciplina laddove in tale direzione si esprima (pur sempre liberamente) l'autonomia statutaria. Negli stessi termini anche M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 51.

¹¹ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 220; F. MARTORANO, *Commento all'art. 2350*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, 2*, Torino, 2003, p. 144, il quale precisa che non è affatto necessario che l'attività di settore presenti i connotati del ramo d'azienda. Conf. F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 34 s., e U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 44 s., il quale ultimo peraltro sottolinea la necessità che sia possibile isolare anche i ricavi, altrimenti non si sarà in presenza di un “settore di attività” bensì di un mero centro di costi; P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 196 ss., secondo il quale (in part. p. 200) «non dovrebbe avere specifica rilevanza ai fini indagati il fatto che i risultati dell'attività di settore siano generati prevalentemente da rapporti con altri settori di attività dell'impresa (*rapporti intersettoriali*) o con clienti “interni” al gruppo di appartenenza (*transazioni infragruppo*), come anche il fatto che la percentuale di ricavi di settore sia inferiore a determinate soglie di rilevanza ai fini

correlati anche a più attività o ad un insieme di rami d'impresa¹². In dottrina si ritiene che il settore di correlazione possa altresì essere fatto coincidere con l'ambito di operatività di una o più società controllate (cc.dd. *subsidiary shares*), purché vi sia, tra le società, un rapporto di controllo interno che comporti che l'attività svolta in via mediata tramite l'impresa controllata incida sui dividendi spettanti ai soci della società emittente azioni correlate¹³.

Ora, in dottrina è pacifico che questo genere di azioni potesse essere configurato ed emesso anche prima della riforma del diritto societario del 2003 che ne ha introdotto

dell'informativa di bilancio» (corsivi originali); P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 86 ss., il quale pure evidenzia, ai fini dell'identificazione del settore di attività, la necessità di ravvisare un'indipendenza sul piano decisionale-gestionale e ritiene perciò opportuno che, nell'identificare il settore di correlazione, lo statuto specifichi, oltre ai profili merceologici o al mercato di destinazione, anche la struttura aziendale funzionale al suo svolgimento; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 38 s., secondo cui, se ben s'intende, il riferimento del legislatore al "settore" dovrebbe intendersi come centro di imputazione di costi e ricavi; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV*, *Le società per azioni*, di N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso, P. Montalenti, Padova, 2010, p. 290. Prima della riforma, si erano già espresse perplessità per il carattere ambiguo del termine «settore» usato dal legislatore: così BORSA ITALIANA S.P.A., *Nota tecnica sui patrimoni destinati*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1568.

¹²U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 44 nt. 9, il quale però a p. 47 precisa che non sarebbe da ritenere lecita la correlazione con l'attività esercitata in una pluralità di settori. Aderisce a quest'ultima precisazione anche M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 135. Cfr. F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 37, ad opinione del quale sarebbe invece possibile financo agganciare una classe di azioni ai rendimenti di più unità, purché i patti sociali indichino precisi criteri di parametrizzazione e i settori correlati alla medesima categoria azionaria siano tra loro contigui ed interconnessi (ad esempio, produzione e vendita dei medesimi beni).

¹³A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 227; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 44 ss., secondo cui deve però sussistere un nesso causale diretto tra l'attività dell'emittente e i risultati economici oggetto di correlazione, nesso che sussisterebbe solo ove la relazione con l'impresa controllata sia qualificata da una direzione unitaria ai sensi dell'art. 2497 c.c.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 132; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 36 s.; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 92 ss., secondo cui il fatto che con il termine "risultati" la legge non identifichi un elemento contabile preciso consente di ritenere che la società controllante abbia la facoltà (e l'onere) di scegliere in questa fattispecie il criterio di riferimento per la determinazione dell'utile spettante ai soci, tra una soluzione che consenta di distribuire dividendi agli azionisti della controllante unicamente se la società controllata abbia effettivamente distribuito utili alla propria socia-controllante e una soluzione che invece consenta la distribuzione agli azionisti della controllante di "dividendi" correlati all'andamento della controllata a prescindere da tale circostanza. Di diverso avviso P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 204 s., testo e nt. 56, secondo cui, in primo luogo, non sarebbe necessario un rapporto di controllo azionario di diritto dovendosi preferire una nozione di controllo funzionale e ampia, che comprenda sia il controllo di diritto partecipativo, sia il controllo di fatto partecipativo, ma anche il controllo tramite patti parasociali o altri vincoli contrattuali che consentano un'influenza dominante o un potere di direzione sulle scelte gestorie della partecipata; in secondo luogo, il contenuto del diritto patrimoniale e i criteri di correlazione non dovrebbero avere ad oggetto necessariamente l'utile della società partecipata, ben potendo quest'ultimo costituire un semplice parametro di riferimento, neanche esclusivo, per la determinazione del diritto patrimoniale correlato; inoltre – prosegue l'Autore – anche quando il diritto patrimoniale sia configurato come diritto all'ammontare di utile della partecipata, tale ammontare può soddisfarsi sul patrimonio della società partecipante indipendentemente da un'effettiva distribuzione dell'utile da parte della partecipata, la quale ultima ben potrebbe adottare una politica di accantonamento degli utili pur restando questi un parametro di commisurazione dei diritti delle azioni correlate emesse dalla società controllante. Aderisce a quest'ultima posizione, se ben s'intende, M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 47 s.

una tipizzazione¹⁴. Si tratta perciò adesso di comprendere in cosa consista la disciplina prevista per esse dal legislatore.

Le norme poste dal legislatore a disciplina delle azioni correlate sono dunque due, contenute rispettivamente al secondo periodo del secondo comma dell'art. 2350 c.c. e al terzo comma dell'articolo appena citato.

La prima disposizione prevede che «[l]o statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni, nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria».

Per quanto riguarda il rinvio alla definizione statutaria delle modalità di rendicontazione, non è pacifico quale sia la portata di una simile prescrizione. Si è infatti evidenziato in dottrina come non sia agevole comprendere significato e portata di una regola che rimette ai soci, in sede statutaria, la determinazione dei criteri, e quindi delle regole tecniche, cui dovranno attenersi gli amministratori, responsabili della tenuta della contabilità anche al fine dell'imputazione di costi e ricavi di settore¹⁵. Secondo una prima tesi, la norma in discorso attribuirebbe massima libertà alla società, nel senso che sarebbe rimesso allo statuto la determinazione della disciplina concernente la struttura, i principi contabili applicabili e il tipo di controllo al quale sottoporre l'informativa settoriale, senza che dunque sia necessariamente applicabile la disciplina, i principi e i criteri propri della redazione del bilancio d'esercizio¹⁶. Più corretta pare però l'opinione di chi ritiene che la società debba predisporre un vero e proprio bilancio di settore, soggetto ad un autonomo controllo contabile, da allegare al bilancio complessivo della società¹⁷. In effetti, stante il fatto che i risultati di settore definiscono l'entità dei diritti patrimoniali ad esso correlati esattamente al pari del risultato complessivo di una società monocomparto, pare corretto doversi applicare il medesimo rigore nell'uno e nell'altro caso. Rimessa all'autonomia privata dalla norma in commento sarebbe perciò, da un

¹⁴ Sul punto si veda P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: le alphabet stock, cit., p. 822 ss.

¹⁵ Esprime tali perplessità A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 223 s.

¹⁶ Così P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 272 ss., secondo cui, laddove i criteri di determinazione del risultato di settore, dettati a livello statutario, divergessero, a fini organizzativi, dai corretti principi contabili, un necessario documento di raccordo e di riconciliazione dovrebbe essere oggetto di specifica informazione nel contesto del bilancio d'esercizio. L'A. specifica inoltre che il rendiconto del settore non dovrebbe essere oggetto di specifica approvazione, non un «particolare valore organizzativo esterno». Conf. M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 90 s. e p. 94.

¹⁷ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 227; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 141 ss.; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 169 s., secondo cui lo statuto può scegliere se rendere il rendiconto un allegato al bilancio ovvero inserirlo nella nota integrativa; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 139 ss.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 124 s.

lato, la determinazione dei criteri per l'individuazione dei costi e dei ricavi imputabili al settore, con particolare riguardo ai criteri per la ripartizione tra i differenti settori di attività di costi e ricavi non allocabili univocamente (costi e ricavi connessi a servizi comuni ecc.) ed alle regole per la ripartizione di costi o ricavi non quantificabili al momento dell'emissione delle azioni correlate (es per sopravvenienze attive o passive); dall'altro, la definizione delle modalità di rendicontazione, ossia delle modalità di presentazione e comunicazione (anche sotto il profilo temporale) del rendiconto ai soci: nel senso cioè, fermo l'obbligo di presentare il rendiconto al termine di ogni esercizio, della redazione di rendiconti infrannuali a periodicità fissa o determinata dal verificarsi di qualche evento per cui la rilevazione contabile dell'attività di settore assuma rilievo¹⁸.

Il secondo aspetto da considerare riguarda i diritti patrimoniali che tali azioni attribuiscono. A ben vedere, la norma non pone una disciplina, limitandosi invece a rinviare all'autonomia statutaria. Pur nell'ampia libertà così riconosciuta¹⁹, occorre però individuare schematicamente tre distinte problematiche che i redattori delle norme statutarie, nel disciplinare i diritti attribuiti dalle azioni correlate, devono prendere in considerazione e risolvere.

Il primo aspetto da considerare è come possa essere configurata la correlazione dei diritti patrimoniali, ossia come possa essere costruita la clausola di indicizzazione²⁰. A tal fine, può distinguersi tra due tipi di clausole di correlazione, la cui scelta è inevitabilmente rimessa allo statuto.

Il primo tipo è una correlazione "spuria", in virtù della quale i diritti patrimoniali delle azioni correlati vengono solo in parte indicizzati all'andamento del settore, mentre la restante parte "risente", in qualche modo (e, come dice la norma succitata, dovrà

¹⁸ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 142 s.; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 166 ss., il quale poi (a p. 205 s.) sostiene che l'inosservanza di queste regole statutarie renda il bilancio impugnabile per illiceità del suo contenuto per errata misurazione del risultato divisionale; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 126; F. MARTORANO, *Commento all'art. 2350*, cit., p. 145, il quale tuttavia dissente dall'opinione per cui la norma in discorso potrebbe intendersi nel senso di concedere libertà alla società nell'eleggere differenti "canali" di rendicontazione ai soci da parte degli amministratori.

¹⁹ Cfr. U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 64, secondo cui l'autonomia statutaria è libera di determinare il contenuto delle clausole di indicizzazione degli utili spettanti ai possessori delle azioni correlate rispetto ai risultati economici realizzati dalla società nel settore tracciato, incontrando però un limite (p. 68 s.) nel divieto di patto leonino, che dovrebbe ritenersi violato qualora per effetto della clausola parametrica si determini che l'una o l'altra categoria di azioni sia nella pratica impossibilità di conseguire alcun dividendo, risolvendosi quindi la clausola sostanzialmente in un patto di attribuzione integrale degli utili in favore di talune categorie di azioni. Conf. F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 89.

²⁰ Parlano di clausola di indicizzazione P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 219; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 52. In argomento si veda anche N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., p. 288.

essere lo statuto a stabilirlo liberamente), dell'andamento degli altri settori; vi è dunque un meccanismo che si potrebbe definire "perequativo", funzionale a "spalmare" in una qualche misura i risultati di un settore sugli altri e viceversa²¹. Questa clausola opererà nel definire la partecipazione dei soci agli utili e alle perdite sia in costanza del rapporto societario²², sia in occasione dello scioglimento di esso limitatamente al socio (per

²¹ Non v'è dubbio che una simile clausola sia legittima nel nostro ordinamento: U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 65 ss., il quale riporta la nozione statunitense di clausola di correlazione di tipo "loose tracking", la quale prevede che la determinazione degli utili distribuibili alle azioni correlate sia limitata alla minor somma tra gli utili distribuibili agli azionisti in base al bilancio e i dividendi distribuibili alle differenti categorie di azioni così come indicato nello statuto. L'ammontare dei dividendi distribuibili alle azioni correlate sarebbe allora funzione del valore del comparto societario a cui esse si riferiscono in relazione al restante patrimonio della società. In base a simile clausola, lo statuto deve stabilire le voci di bilancio da considerare ai fini della determinazione del peso del settore rispetto alla restante attività sociale; una volta individuato il peso percentuale del settore, tale peso o determinerà automaticamente la misura degli utili da distribuire ai possessori delle azioni correlate ovvero servirà come base di calcolo della misura di utili da distribuire alle differenti categorie di azioni. Conf. P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 223 s. e p. 226, il quale parla di diritto correlato in modo non esclusivo, di azioni correlate in senso debole o azioni correlate partecipanti; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 110, testo e nt. 137; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 61; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 173; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 85 ss. Si è preferito in testo discostarsi dalla nomenclatura generalmente utilizzata dalla dottrina che si occupa del tema e parlare di correlazione "spuria": ciò in quanto le clausole cc.dd. di "close tracking" ne costituiscono senz'altro un esempio ma non esauriscono il ventaglio delle ipotesi in cui si realizza una redistribuzione dei risultati di settore tra le diverse categorie di azioni. Si veda però A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1306, secondo il quale «coerenza sistematica esclude che le azioni non "correlate" (o quelle "correlate" ad un altro settore) partecipino ai risultati positivi di un determinato settore (o di un settore diverso da quello cui sono "correlate" secondo la delibera di emissione)», così quasi parendo escludere la legittimità di una clausola di correlazione spuria.

²² Si immagini per esempio un sistema di perequazione così concepito: i diritti patrimoniali di ciascuna categoria di azione correlate sono calcolati per il 50% sul risultato di settore, per il restante 50% sono invece determinati distribuendo in proporzione alla partecipazione al capitale sociale delle due categorie di azioni correlate. Si immagini allora che i due comparti facciano utili, il primo 80 e il secondo 20: alle azioni correlate al primo andrà il 50% di 80 (quindi 40) mentre alle azioni correlate al secondo andrà il 50% di 20 (cioè 10); poi, il rimanente risultato utile della società complessivamente intesa (40+10=50) viene diviso in proporzione alla partecipazione delle due categorie di azioni al capitale: assumendo che tale partecipazione sia paritetica, a ciascuna categoria andrà 25. Il risultato finale è perciò che alla categoria correlata al settore che ha ottenuto 80 andranno (40+25=) 65, mentre alla seconda categoria correlata al settore che ha ottenuto 20 andranno (10+25=) 35. Si faccia ora il caso che un settore sia in utile per 80 e l'altro in perdita per 20. Alle azioni correlate al primo andranno innanzi tutto 40 mentre il capitale rappresentato dalle azioni correlate al secondo andrà invece eroso per 10. Il rimanente risultato (40-10=30) viene diviso in parti uguali: quindi ad entrambe le categorie andranno 15. Il risultato finale sarà che la categoria correlata al settore che ha prodotto 80 di utili andranno (40+15=) 55, mentre alla seconda categoria correlata al settore che ha sofferto una perdita di 20 andranno 15, che compensandosi con la perdita di capitale di 10 procurerà un utile finale sul capitale di 5 (ed infatti, 80-20=60 che sono gli utili complessivi della società, e il risultato finale sarà infatti che alla prima categoria vanno utili per 55 e alla seconda utili per 5, per complessivi, appunto, utili per 60). Si ipotizzi infine che entrambi i settori riportino perdite, il primo per 80 e il secondo per 20, immaginando un capitale di 200 sottoscritto per 100 dalla prima categoria e per 100 dalla seconda, la perequazione distribuirà le perdite nel seguente modo: la prima categoria vedrà innanzi tutto la propria porzione di capitale passare da 100 a (100-40=) 60, mentre la seconda categoria passerà da 100 a (100-10=) 90, poi la rimanente perdita (-40-10=-50) viene distribuita tra i due in pari modo e quindi il capitale rappresentato dalle azioni della prima categoria da 60 passa a (60-25=) 35, mentre il capitale rappresentato dalle azioni della seconda categoria passa da 90 a (90-25=) 65 (si vede anche qui, dunque, che una perdita complessiva di 100 su un capitale di 200 ha impattato sì – ed infatti 65+35=100, che è 200 di capitale -100 di perdite complessive – ma in misura differenziata in ragione del settore che ha riportato la perdita maggiore).

recesso o riscatto), sia infine in occasione dello scioglimento e liquidazione della società²³.

Il secondo tipo di è una correlazione che si potrà per converso definire “pura”, nel senso che in forza di una simile previsione i diritti patrimoniali attribuiti dalle azioni correlate vengono calcolati avendo esclusivo riguardo all’andamento del settore di riferimento, rimanendo quindi insensibili, nel bene e nel male, ai risultati conseguiti della società negli altri settori di attività²⁴. Come nel caso di correlazione “spuria”, questa clausola definirà la partecipazione dei soci agli utili e alle perdite sia in costanza del rapporto societario, sia in occasione dello scioglimento di esso limitatamente al socio, sia infine in occasione dello scioglimento e liquidazione della società²⁵.

La mancanza di una netta separazione patrimoniale crea però dei dubbi ricostruttivi su cui è opportuno fare chiarezza²⁶.

²³ F. MARTORANO, *Commento all’art. 2350*, cit., p. 144, secondo cui «il trattamento particolare consentito all’autonomia statutaria dal comma 2 dell’articolo in commento afferisce anche al diritto alla quota di patrimonio netto risultante dalla liquidazione alla cui formazione abbia contribuito l’accertamento degli utili di esercizio di settore». Si veda a questo proposito U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 71 s., il quale riporta le clausole invalse nella prassi internazionale (e che l’Autore considera lecite anche nell’ordinamento italiano) in virtù delle quali lo statuto non attribuisce ai possessori delle azioni correlate diritti particolari in sede di liquidazione (cosicché l’azionista correlato perde tutti gli eventuali incrementi di valore del settore che non si sono tradotti in utile distribuito), ossia il residuo attivo risultante dal bilancio di liquidazione viene ripartito tra le varie categorie di azioni in misura proporzionale alla relativa capitalizzazione di borsa al momento dello scioglimento della società.

²⁴ Ovviamente non vi sono dubbi nemmeno sull’ammissibilità di simile clausola: U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 64 ss., il quale preferisce riferirsi alla clausola, nota nella prassi internazionale come “close tracking”, in virtù della quale alle azioni correlate possono essere distribuiti utili nella misura massima delle riserve disponibili riferibili al comparto e dei profitti netti generati dal settore di riferimento, con la conseguenza che ove il settore non abbia generato profitti ovvero non vi siano riserve disponibili afferenti al comparto, nessun utile potrà essere distribuito ai possessori delle relative azioni correlate anche quando la società abbia realizzato utili negli altri settori. Conf. P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 223 e p. 226, il quale parla di diritto correlato in modo esclusivo, di azioni correlate in senso forte o azioni correlate non partecipanti; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 110, il quale, peraltro, a p. 20 osserva come la classificazione delle clausole di parametrizzazione, proposta da certa dottrina, in termini di *close e loose tracking* non rivesta un’effettiva valenza giuridica e sconti un notevole grado di approssimazione; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 60 s.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 174; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 83 ss.

²⁵ Non è infatti corretto ritenere che, in mancanza di una clausola di correlazione “spuria”, gli utili non distribuiti vengano automaticamente spalmati su tutti i comparti, potendosi ritenere che essi restino del settore che li ha realizzati. Cfr. sul punto U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 72, secondo cui lo statuto della società multidivisionale ben potrebbe prevedere che in sede di liquidazione sia rispettato il peso percentuale, in base al bilancio di liquidazione, degli elementi patrimoniali attribuiti statutariamente ai differenti settori di attività. Secondo l’Autore, inoltre (p. 73 s.), simile previsione sarebbe legittima anche quando comportasse che taluni soci ricevano in questo modo dell’utile, mentre altri subiscano una perdita rispetto al valore nominale delle proprie azioni (nel senso che non verrebbe loro nemmeno rimborsato il conferimento effettuato), non sussistendo alcun vincolo normativo che imponga di ripartire l’eventuale eccedenza secondo i criteri liberamente stabiliti dallo statuto solo dopo avere rimborsato a tutte le categorie di azionisti almeno i conferimenti effettuati. Aderisce a questa tesi anche F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 98.

²⁶ Una questione – seppur marginale nel presente discorso – su cui è utile fare delle precisazioni è la seguente. Per le caratteristiche dei diritti patrimoniali, si è detto in dottrina che le azioni correlate

Gli “utili” di settore, cui sono correlati i diritti patrimoniali, non devono essere intesi in senso restrittivo, come se gli azionisti correlati avessero un diritto solamente sugli utili settoriali risultanti dal bilancio approvato. Per “utili” devono invece intendersi tutti gli incrementi del patrimonio netto riferibili al settore, indipendentemente dal fatto che vengano distribuiti o meno al momento del loro accertamento²⁷: perciò non solo quelli risultanti dal conto economico, ma anche quelli portati a nuovo, riserve da sovrapprezzo²⁸ o incremento del valore dei beni aziendali di settore, riserve da versamenti in conto capitale o altro, financo il prezzo della cessione del relativo ramo d’azienda²⁹. Ciò significa che laddove gli utili non vengano distribuiti (per delibera dell’assemblea o in virtù del divieto, previsto dall’ultimo comma dell’art. 2350 c.c. di cui si tratterà oltre), andando ad alimentare le riserve, queste ultime rimangono comunque vincolate alle regole della correlazione stabilite dall’autonomia statutaria³⁰. Lo stesso dicasi per le riserve realizzate sempre nello stesso settore. L’emissione di azioni correlate richiede allora una conseguente articolazione del patrimonio netto in varie riserve dedicate ai diversi settori di correlazione³¹. A questa frammentazione del

sarebbero una categoria di azioni *privilegiate*, nella quale il dividendo, anziché essere “particolare” in senso quantitativo, lo sarebbe in senso “qualitativo”, essendo ancorato ad un parametro specifico, quale l’andamento di un determinato settore: così G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions replet», cit., p. 615; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 78. Condivisibilmente in senso contrario si sono invece pronunciati P. DE BIASI, «Burro e cannoni»: *le alphabet stock*, cit., p. 815; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 33; P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 195, testo e nt. 35; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 119.

²⁷ Sembra orientato verso un’interpretazione estensiva del riferimento del legislatore agli utili A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229, nt. 24 (in part. a p. 229 s.), il quale si domanda, appunto, «se il principio dell’imputazione differenziata, ma proporzionale, ai risultati del singolo comparto si estenda oltre il richiamo agli utili di bilancio, fino a conglobare la stessa nozione di complesso aziendale destinato a quel determinato settore, o, più correttamente, del suo valore», per concludere, seppur dubitativamente, che «si dovrebbe ritenere che gli stessi azionisti vant[ino] almeno un’aspettativa sul valore del ramo d’azienda asservito alla singola divisione».

²⁸ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229, nt. 24 (in part. a p. 231), secondo cui la soluzione più corretta consisterebbe nel ritenere ammissibile l’emissione delle varie categorie di azioni con sovrapprezzi differenziati in base al valore del singolo ramo d’azienda calcolato in proporzione del peso di ciascun comparto rispetto al patrimonio netto. Ritengono possibile che le azioni correlate vengano emesse con un sovrapprezzo diverso rispetto a quello delle azioni ordinarie M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 206; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 111.

²⁹ Seppur in senso dubitativo, pare orientato in questo senso anche A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229 nt. 24 (in part. a p. 231), il quale richiama quanto riferito da G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions replet», cit., p. 613, a proposito delle *tracking shares* americane; P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 238 e p. 240 s.; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 74.

³⁰ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229, testo e nt. 24 (in part. a p. 230). In senso contrario si pronunciano invece P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 232 ss.; G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions replet», cit., p. 617, ad opinione del quale «qualsiasi incremento di valore patrimoniale del settore, che non venga tradotto in utile distribuibile (e tale scelta è rimessa, come d’ordinario, alla società) va perso per il socio “di settore”, il quale dovrà dividerlo con gli altri soci» (corsivo originale).

³¹ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 232 s.

netto farebbe eccezione solo la riserva legale, che non si presterebbe a scomposizioni³². Questi valori spetteranno perciò agli azionisti correlati sia in caso di distribuzione di riserve nel corso della vita della società³³, sia in occasione di liquidazione della partecipazione del socio in conseguenza del recesso³⁴ o del riscatto³⁵ delle sue azioni, sia infine in occasione della liquidazione della società sciolta³⁶. Affinché possa invece

³²A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229.

³³ Cfr. M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 205, secondo cui è sostenibile la tesi per cui, in caso di aumento gratuito di capitale mediante utilizzazione di riserve targate formate con utili di settore non distribuiti, sarebbe lecito emettere esclusivamente azioni correlate a tale settore da attribuire soltanto agli azionisti correlati, in proporzione a quelle già possedute da questi ultimi.

³⁴A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229, nt. 24 (in part. a p. 231), secondo cui, mentre nel caso le azioni correlate siano quotate, il criterio legale garantisce il rispetto del valore del comparto perché il valore derivante dalla media aritmetica dell'ultimo semestre sarà rappresentativo del valore del comparto di attività, nel caso invece delle società chiuse gli amministratori dovrebbero redigere sia un bilancio straordinario del comparto, sia un bilancio dell'intera attività, e liquidare la quota al valore effettivo del ramo d'azienda. Cfr. anche U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 81 s., secondo cui la correlazione del diritto patrimoniale del socio alla liquidazione della partecipazione in occasione del recesso sarebbe pur sempre il risultato di una specifica previsione statutaria in tal senso, laddove pare invece preferibile ritenere che simile correlazione operi in sede di liquidazione della partecipazione del socio receduto in via automatica per effetto della semplice emissione di azioni correlate. In argomento si vedano inoltre S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004, p.141; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 180 s.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 100.

³⁵U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 81 s.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 180 s.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 100.

³⁶ Cfr. A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229 nt. 24, per il quale in sede di liquidazione, una volta soddisfatti integralmente i creditori, il bilancio finale dovrebbe assegnare i valori del capitale e della riserva legale in base al criterio unitario di proporzionalità della percentuale di azioni di ciascun socio, mentre il netto residuo dovrebbe essere imputato alle singole categorie per valori equivalenti alle riserve "destinate" accantonate durante lo svolgimento dell'attività d'impresa. Condivisibilmente, l'Autore sostiene che gli azionisti correlati abbiano invece un diritto sui beni effettivamente dedicati al settore di correlazione, «in quanto quei beni, destinati peraltro ad essere ceduti e trasformati in denaro, rappresentano il valore del netto residuo conclusa la liquidazione dei creditori e altro non sono che gli *utili* dell'intera gestione. La loro distribuzione, in forma di riparto del residuo attivo, andrà fatta tenendo conto del rapporto consuntivo delle *performances* complessive dei comparti e non già diviso in modo indifferenziato» (enfasi originali). In senso contrario sembra invece orientato G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions reflet», cit., p. 616, secondo cui la circostanza che il patrimonio sociale, in caso di compartimentazione meramente contabile, resti unico porta come corollario il fatto che «il titolare di azioni correlate god[a] di un rendimento rapportato al settore, ma non ha alcuna pretesa di tipo patrimoniale sullo stesso» e che pertanto «[a]nche in sede di liquidazione, l'azionista "di settore" non può avanzare alcuna pretesa particolare sui beni del segmento stesso». Ancora in senso contrario, in assenza di diversa disposizione statutaria, P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 238; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 74; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 177, se ben s'intende (l'Autore, infatti, pur concordando con la tesi sopra riportata di Paciello, pare subordinare l'operatività di detta regola al «caso siano state precedentemente costituite delle "riserve targate" relative ad utili non distribuiti riguardanti il settore»); U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 71, il quale, pur ammettendo che in via statutaria sia possibile correlare anche il diritto degli azionisti in sede di riparto del residuo attivo della liquidazione, ribadisce che «i possessore di azioni correlate, in quanto *azionisti della società*, non vantano – neppure in sede di liquidazione – alcun diritto sui beni afferenti al comparto» (enfasi originale), così suggerendo l'idea, se ben s'intende, che la correlazione non operi automaticamente anche in sede di liquidazione. Si pronuncia in senso favorevole all'ammissibilità della correlazione anche del diritto alla quota di liquidazione anche P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 116 ss., per il quale, salvo solo il limite del patto leonino (da ritenersi rispettato ogni volta che vi sia la potenziale partecipazione alle perdite di tutta la società), non è riscontrabile oggi un diritto dei soci alla restituzione dei conferimenti e dunque non è corretto ritenere che il diritto correlato possa avere ad oggetto

ritenersi che gli utili non distribuiti e le riserve vengano “spalmati” anche sugli altri comparti sarebbe infatti necessario che lo statuto espressamente prevedesse una qualche modalità di perequazione. Insomma, gli utili di settore sono di *loro* pertinenza, vengano o meno immediatamente distribuiti³⁷. In mancanza di una clausola statutaria che preveda un sistema perequativo, deve ritenersi che se l’assemblea dovesse deliberare di non distribuire gli utili di settore, questi debbano considerarsi come confluenti in una riserva “targata” a favore degli azionisti correlati³⁸. Per concludere sul punto, dunque, in mancanza di diversa disposizione statutaria, la correlazione è da ritenersi pura con le conseguenze appena tratteggiate³⁹. Un tanto deve del resto ritenersi possibile poiché, in fondo, il risultato complessivo non è altro che la somma algebrica dei risultati dei singoli settori di attività della società⁴⁰.

unicamente il residuo attivo dopo (non solo il pagamento dei creditori, ma anche) il rimborso a tutte le categorie di soci dei conferimenti: quindi, del tutto ammissibile, secondo l’Autore, è la situazione in cui alcune categorie non ricevano alcunché mentre altre ricevano più del conferimento.

³⁷ Nel caso vi sia una clausola statutaria che preveda che se l’assemblea decide di non distribuire gli utili di settore, questi vengano distribuiti di conseguenza tra tutti i comparti, una delibera del genere dovrà passare il vaglio del sindacato sull’abuso della regola della maggioranza: in questo senso M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 244 ss. Diversamente, U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 137 s., e F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 182 s., secondo cui in simile evenienza potrebbe invece trovare applicazione l’art. 2373 c.c.

³⁸ In senso contrario M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 67 ss. Nello stesso senso pare orientato anche F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 183, secondo cui «[s]e l’utile viene conseguito maggiormente in rapporto ad un settore correlato ed in misura largamente inferiore con riguardo a tutti gli altri comparti, la decisione di non distribuire alcun dividendo, adottata col voto determinante dell’azionista di maggioranza, titolare in via esclusiva o principale di azioni ordinarie, finirebbe per redistribuire tra tutti i comparti una porzione di patrimonio maturato da un solo *business trainante*».

³⁹ In questo senso sembra pronunciarsi F. MARTORANO, *Commento all’art. 2350*, cit., p. 144, che così scrive: «[v]i è poi da chiedersi se l’esclusione degli azionisti ordinari dalla partecipazione ai risultati positivi dell’attività di settore abbia carattere biunivoco, nel senso che i portatori delle azioni speciali in questione non partecipino agli utili della residua attività sociale. Pur in assenza di dati normativi significativi, quale avrebbe potuto essere l’avverbio “soltanto” riterrei che la risposta debba, nel dubbio (ossia laddove manchi una specificazione statutaria nell’uno e nell’altro senso) essere positiva, ossia che il privilegio di appropriarsi degli utili di settore debba essere bilanciato dall’alea di un risultato negativo del settore medesimo». Si deve però evidenziare come autorevole dottrina si pronunci in senso contrario: P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 225, e P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., 109, testo e nt. 135, i quali ritengono che essendo la discrezionalità in materia decisiva, vista la varietà di clausole di correlazione che è possibile adottare, in mancanza di una precisa indicazione statutaria circa il criterio di correlazione, non essendovi alcuna prescrizione legislativa al riguardo, sia impossibile eleggere una clausola di correlazione residuale nel silenzio dello statuto, perché ogni risultato si rivelerebbe in ultima analisi arbitrario da parte dell’interprete, sicché le azioni dette “correlate” ma di cui non viene sufficientemente determinato il criterio di correlazione (cioè, se puro o spurio) dovranno essere considerate “ordinarie”. Nello stesso senso pare orientato, se ben s’intende, anche M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 59.

⁴⁰ Lo osserva P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 220, il quale ammette che «il *valore* del risultato del settore, pur qualificato in termini di parametro o indice di riferimento per il calcolo della quota di risultato di esercizio di pertinenza delle azioni correlate, possa essere considerato in termini *assoluti* – quasi come un *addendo* nella sommatoria dei sub-risultati delle attività settoriali» (corsivi originali). Negli stessi termini M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 53.

La creazione di porzioni di patrimonio netto destinate ai singoli settori di attività si deve ripercuotere anche sulla disciplina delle perdite. In primo luogo, deve ritenersi che le perdite di settore debbano incidere prima di tutto sulle riserve dedicate al settore e che quindi, per converso, queste ultime non possano essere utilizzate per coprire perdite realizzate da comparti diversi⁴¹ (salvo quanto si dirà appena oltre). In secondo luogo, come se al settore fosse dedicata una distinta società, deve ritenersi inibita la distribuzione di utili settoriali finché non risultano coperte le perdite pregresse a questo imputabili⁴². In terzo luogo, in caso di perdite che incidano sul capitale sociale, deve ritenersi che le perdite incidano prima sulla parte del capitale sociale rappresentato dalle azioni correlate al segmento che produce le perdite (e, se vi fossero azioni ordinarie, proporzionalmente anche sulla parte di capitale sociale rappresentato da queste ultime)⁴³. Ma a giudizio di chi scrive ci si può spingere anche oltre nella disciplina della compartimentazione contabile: si potrebbe forse ammettere che, in caso di mancanza di una clausola perequativa regolante la seguente ipotesi, le perdite subite dal settore non solo intacchino esclusivamente le riserve a questo riferibili, ma che, una volta erose totalmente dette riserve, debba erodersi la parte di capitale sociale rappresentata dalle azioni correlate a tale settore (e non, quindi, le eventuali riserve riferibili ad altri settori della stesse società). In altri termini, ci si può domandare se sia legittimo ritenere che, in mancanza di un meccanismo perequativo previsto e disciplinato nello statuto, che le perdite di settore debbano erodere prima le riserve e poi financo tutto il capitale sociale riferibile allo stesso settore, prima di poter andare ad erodere le riserve e poi il capitale sociale riferibile agli altri settori. Se, tuttavia, come pare, le regole su capitale sociale e

⁴¹ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 232. In senso contrario si pronunciano P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 236, e M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 71 ss., secondo i quali, pur facendo salva la possibilità di una precisa disposizione statutaria in argomento, se lo statuto nulla prevede sul punto, l'unico criterio di imputazione delle perdite di esercizio, ancorché l'ammontare sia causato per intero dal risultato negativo di settore, non potrebbe che essere quello dell'uguaglianza proporzionale, il che comporterebbe che, nel caso ipotizzato, l'assorbimento delle perdite dovrebbe avvenire in via prioritaria a carico delle aliquote comuni del patrimonio netto sociale e non invece, ove esistenti, a carico di aliquote di patrimonio netto destinate in caso di distribuzione ad esclusivo beneficio degli azionisti correlati.

⁴² A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 232; P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: *le alphabet stock*, cit., p. 825.

⁴³ P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: *le alphabet stock*, cit., p. 825 s.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 205, il quale osserva come in tal caso non si potrà procedere a tale riduzione diminuendo il valore nominale delle azioni correlate (poiché il valore nominale deve essere il medesimo per tutte le categorie di azioni), ma si dovranno annullare in proporzione le azioni corrispondenti alla frazione di capitale da ridurre. Alla tesi riferita in teso pare aderire, se ben s'intende, anche M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 527. In senso contrario P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 237, e M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 71 ss., secondo i quali, in mancanza di diversa disposizione statutaria sul punto, dovrebbe applicarsi il principio di proporzionalità.

gestione delle perdite non lo rendessero attualmente possibile⁴⁴, potrebbe quanto meno riflettersi sull'opportunità di una riforma sul punto che apra espressamente ad una simile "recinzione" (o perimetrazione) dei risultati negativi di settore, in modo da rendere forse più accattivante la disciplina delle azioni correlate. Insomma, al pari degli utili, le perdite (anche quelle eccedenti le riserve dedicate/destinate) dovrebbero essere degli azionisti correlati, vi siano o meno riserve relative agli altri comparti patrimoniali. Potrebbe perciò accadere che, in sede di liquidazione della società (o di scioglimento del singolo rapporto sociale e di liquidazione della relativa quota), ad una categoria di azionisti correlati non spetti nulla perché il rispettivo settore di correlazione ha conseguito perdite che hanno eroso anche il capitale sociale da essi rappresentato, mentre gli altri settori vantano riserve per utili non distribuiti.

Trattando di gestione delle perdite, bisogna tuttavia precisare che la correlazione "pura" incontra un limite nel fatto che le diverse categorie di azioni sono tutte rappresentative del medesimo ed unico capitale sociale: dunque, laddove le perdite riportate da uno settore erodano completamente il capitale rappresentato dalle azioni ad esso correlate, le ulteriori perdite andranno inevitabilmente ad erodere il capitale rappresentato anche dalle altre categorie di azioni correlate e ciò quand'anche il settore cui quest'ultime si riferiscono abbia conseguito ed accumulato utili (in ipotesi, però, interamente compensati dalle maggiori perdite subite dalla società negli altri settori)⁴⁵. Questo limite, si badi, non si giustifica in forza di una sorta di "solidarietà" tra i soci della medesima società; si ripete in dottrina che le società sono una forma di organizzazione del finanziamento e del governo dell'impresa⁴⁶ ed è ormai da tempo recepito in letteratura come una dimensione "comune" dei soci non sia più necessariamente ravvisabile, se non appunto nell'imputazione a capitale degli apporti provenienti dagli stessi. Questo limite ha invece una giustificazione squisitamente tecnica: poiché le azioni correlate realizzano una mera separazione interna senza anche una limitazione di responsabilità nei confronti dei creditori, per questi ultimi il

⁴⁴ Come infatti sostiene autorevole dottrina: P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 114, testo e nt. 149, per il quale l'ordine di imputazione delle perdite sulle diverse poste del netto costituirebbe una regola posta a tutela dei terzi e perciò sottratta alla disponibilità delle parti.

⁴⁵ Sul punto si veda A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229 ss., il quale osserva come una riserva da utili del singolo settore potrebbe essere o dover essere utilizzata a copertura di perdite, finendo per addossare alle azioni ad esso correlate il rischio di altre gestioni improduttive.

⁴⁶ Tra i molti in tal senso, si vedano P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 673 ss.; G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, cit., p. 69 ss.

patrimonio sociale è unico; unico nel senso che la loro garanzia patrimoniale è un compendio unitario, descritto in termini contabili con una sola colonna di “attivo”, una sola colonna di “passivo” e, dunque, una sola colonna di “patrimonio netto”; ora, poiché il capitale sociale rappresenta solamente una voce del patrimonio netto, è allora del tutto evidente che se questo è unitario, anche il capitale deve essere unitario. In sintesi, la circostanza per cui, dalla prospettiva dei creditori sociali, la società mantiene una struttura patrimoniale monocompartimentale impone che anche la voce contabile “capitale sociale”, e in generale il patrimonio netto, siano unitari in quanto grandezze contabili che esprimono la differenza tra *una* colonna di attività ed *una* colonna di passività; per cui, nel momento in cui per i creditori sociali non vi è una separazione patrimoniale, non avrebbe senso logico-giuridico pensare che, una volta eroso il capitale delle azioni correlate ad un settore, in quel settore si verifichi una situazione di incapienza (ossia, di patrimonio netto negativo): perché ai creditori, anche se settoriali, nessuna limitazione di responsabilità è opponibile e quindi, per essi, la garanzia patrimoniale è composta (anche) da tutte le attività degli altri settori. In conclusione, la mancanza di una compartimentazione esterna, efficace cioè anche nei confronti dei creditori sociali, fa sì che contabilmente il patrimonio netto e, al suo interno, il capitale sociale debbano essere unitari; il che, a sua volta, comporta che le perdite, per poter arrivare a rendere il patrimonio sociale incapiente (ossia, con un saldo negativo tra attivo e passivo), devono prima inevitabilmente aver eroso tutte le riserve e il capitale, senza distinzione quindi dell’origine delle perdite e del settore cui sono correlate le azioni rappresentative del capitale eroso. La mancanza di una segregazione anche del capitale, perciò, fa sì che in ultima analisi gli azionisti correlati percepiscano gli utili unicamente del proprio settore ma sopportino le perdite di tutti gli altri settori⁴⁷.

Il secondo aspetto che occorre indagare per comprendere appieno le possibilità offerte dalle azioni correlate è la seguente distinzione. Oltre ad una o più categorie di azioni correlate, verranno in genere emesse dalla società anche azioni rappresentative di

⁴⁷ In questi termini A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 225; P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: *le alphabet stock*, cit., p. 825; G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 164; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 108. Per compensare questo aspetto, in dottrina si è peraltro proposto di introdurre la previsione statutaria per cui in caso di successivo ritorno in utili, gli utili prodotti da quei comparti, le cui perdite hanno eroso le riserve e il capitale dedicati ad altri settori, vengano prioritariamente impiegati per reintegrare il capitale e le riserve dedicati agli altri settori: così M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 528; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 175.

un investimento “pansocietario”⁴⁸, che attribuiscono quindi diritti patrimoniali parametrati all’andamento complessivo della società e che perciò distribuiscono il rischio d’impresa sulla media dei risultati dei diversi settori di attività⁴⁹. Ci si deve però chiedere se sia ammissibile anche l’emissione di sole azioni correlate, escludendo cioè la presenza di qualsiasi categoria di partecipazioni “pansocietarie”. Parte della dottrina pare aver ammesso simile ipotesi⁵⁰; l’opinione può essere condivisa, posto che non pare essere ravvisabile una ragione che giustifichi la necessità di almeno una categoria di azioni che attribuiscono diritti patrimoniali rapportati all’andamento della società nel suo complesso. In primo luogo, infatti, si ripete in dottrina che la legge non impone la presenza di azioni ordinarie⁵¹, quindi sembrerebbe ammissibile la situazione in cui non vi è nemmeno una categoria di azioni riconducibile all’anzidetta categoria. In secondo luogo, poi, è sempre più percepito come l’azionista sia solo un investitore che si distingue dagli altri perché il suo investimento è imputato a capitale⁵², per cui quella dimensione di “comunità” tra tutti i soci oggi, in realtà, può al più ravvisarsi nella regola, sopra esaminata, per cui in mancanza di una separazione patrimoniale il capitale

⁴⁸ Il termine è coniato da A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano 2012, *passim*, per distinguere da esso la fattispecie dell’investimento settoriale, ossia diretto ad uno o più specifici comparti dell’impresa societaria.

⁴⁹ Come sottolinea A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 225; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 174. Non pare condivisibile l’opinione di U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 33 s., e P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 59 s., secondo cui l’emissione di azioni correlate avrebbe l’effetto di rendere “correlate” anche le azioni ordinarie in quanto i diritti patrimoniali di queste verrebbero correlati ai risultati economici dei restanti settori dell’attività sociale (o, detta altrimenti, al risultato economico dell’impresa al netto del risultato economico del settore “tracciato”). Infatti, le azioni “ordinarie” (ma, in generale, tutte le categorie di azioni per le quali non sia espressamente prevista una clausola di correlazione) devono intendersi come rappresentative di un investimento pansocietario e perciò non attribuiscono diritti patrimoniali correlati al settore (o ai settori) di attività diversi da quello identificato per correlare espressamente un’altra categoria di azioni, attribuendo invece diritti patrimoniali indicizzati all’andamento complessivo della società, seppur secondo i criteri di calcolo di cui si tratterà subito appresso.

⁵⁰ Così, se ben s’intende, P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 60 ss. Ancora, se ben s’intende, un tanto pare ammesso anche da P. DE BIASI, *«Burro e cannoni»: le alphabet stock*, cit., p. 823, secondo cui, poiché il limite al rapporto tra azioni stabilito dall’art. 2350, comma 2, ha riguardo esclusivamente alla pienezza o meno dei diritti di voto attribuiti dalle diverse categorie di azioni, laddove le azioni correlate non siano azioni a voto limitato nessun rapporto con le azioni ordinarie verrebbe in rilievo.

⁵¹ M. NOTARI, *Commento all’art. 2348*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, p. 159 ss.; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 526.

⁵² A questo proposito si veda A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 219, «[l]’introduzione nel nostro ordinamento delle azioni correlate segna il superamento del tradizionale principio secondo il quale l’azionista ha diritto di partecipare al risultato complessivo dell’impresa; tale scelta rappresenta una significativa, ulteriore, conferma della più generale tendenza a concepire quella della s.p.a. come disciplina del finanziamento operato dai soci a titolo di conferimento, opacizzando la centralità dell’“esercizio in comune” dell’attività economica».

è necessariamente unico e ciò comporta la possibile partecipazione a perdite non riferibili al settore di correlazione⁵³.

Parrebbero quindi non esserci motivi decisivi per imporre la presenza necessaria di almeno una categoria di azioni con diritti patrimoniali parametrati all'andamento complessivo della società. Si osserva che si avrebbe una società completamente settoriale anche nell'ipotesi in cui vi fossero una o più categorie di azioni che attribuiscono diritti patrimoniali correlati a due o più settori ai quali sono singolarmente correlate altre categorie di azioni (secondo il modello dei cerchi concentrici): difatti, anche in questo caso vi sarebbe una struttura completamente settoriale perché l'elemento distintivo rispetto all'ipotesi sopra fatta è rappresentato dalla presenza o dall'assenza di almeno una categoria di azioni che attribuisca diritti patrimoniali parametrati all'andamento complessivo della società.

Il terzo ed ultimo aspetto che occorre considerare per apprezzare appieno le possibilità offerte dalle azioni correlate è il seguente. In relazione ad un determinato settore può esserci una sola categoria di azioni ad esso correlate ovvero più di una categoria⁵⁴. Potrebbe darsi non solo che le azioni correlate coesistano con azioni ordinarie – che quindi partecipano anch'esse agli utili del medesimo settore essendo un investimento pansocietario⁵⁵ –, ma che, anche in ipotesi di compartimentazione perfettamente settoriale (cioè in mancanza di azioni pansocietarie), sul medesimo comparto vengano emesse più categorie di azioni correlate tra loro distinte per la diversità dei diritti amministrativi oppure degli stessi diritti patrimoniali attribuiti (potendo, per esempio, prevedersi una categoria privilegiata all'altra nella partecipazione agli utili settoriali o postergata nelle perdite settoriali). In quest'ultima ipotesi lo statuto avrà perciò l'onere, come impone l'art. 2350, comma 2, c.c., di stabilire i criteri di ripartizione degli utili e delle perdite tra le diverse categorie di azioni che attribuiscono diritti patrimoniali correlati al medesimo settore⁵⁶. In mancanza di

⁵³ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 73 ss., condivisibilmente sottolinea come oggi il carattere "comune" dell'attività societaria imputabile ai soci debba rintracciarsi non più nell'elemento «intriso di psicologismo» dello "scopo comune", quanto invece nella partecipazione al capitale: dunque al rischio e a tutto il codice organizzativo cui un investitore aderisce mediante l'atto negoziale del conferimento e la sua imputazione a capitale.

⁵⁴ Lo afferma, pacificamente, A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1306, secondo il quale le azioni correlate possono articolarsi in diverse categorie secondo i diritti (patrimoniali e/o amministrativi) da ciascuna attribuiti.

⁵⁵ Laddove ne venissero escluse, infatti, a prescindere dal loro nome rappresenterebbero anch'esse una categoria di azioni correlate.

⁵⁶ Cfr. sul punto P. DE BIASI, *«Burro e cannoni»: le alphabet stock*, cit., p. 824; P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 223 s., il quale individua due possibili criteri di ripartizione dei risultati di settore tra

indicazioni statutarie sul punto, si è ritenuto di individuare quale criterio residuale per la ripartizione tra più categorie di azioni del netto divisionale quello della proporzione tra le diverse categorie⁵⁷. Medesime considerazioni devono svolgersi anche con riguardo

azioni correlate ed azioni ordinarie: 1) un criterio di correlazione di tipo proporzionale alla luce del quale l'ammontare del risultato di settore di pertinenza degli azionisti correlati è determinato in misura pari alla percentuale del valore o della performance del settore del quale le azioni sono rappresentative, dove tale percentuale potrebbe essere definita come a) rapporto tra numero totale delle azioni ordinarie idealmente rappresentative del valore dell'intero settore e numero delle azioni correlate emesse (percentuale di norma determinata sulla base di diversi criteri convenzionali e funzionale a stabilire quanta parte del risultato del settore correlato l'emittente intende trattenere e, dunque, non destinare ai titolari di azioni correlate: ad esempio, la società potrebbe stabilire che alle azioni ordinarie va il 50% dei risultati del settore e che quindi le azioni correlate sono rappresentative del 50% del valore del settore), o b) rapporto tra ammontare totale di azioni correlate delle quali si è deliberata l'emissione (capitale deliberato), in tesi rappresentativo dell'intero valore del settore, e quota effettivamente emessa ed offerta al pubblico; 2) un criterio di correlazione di tipo proporzionale alla luce del quale l'ammontare del risultato di settore di pertinenza degli azionisti correlati sarebbe determinato in proporzione al "valore economico del comparto rispetto al totale del patrimonio sociale". L'Autore approfondisce poi, a p. 226 s., testo e nt. 109, alcune ipotesi di concorso di categorie di azioni (ordinarie o correlate) sul medesimo settore. Le medesime ipotesi sono richiamate anche da M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 56 ss.

⁵⁷ Così A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 225. Cfr. però P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: *le alphabet stock*, cit., p. 825, testo e nt. 52, il quale propone un criterio parzialmente diverso per cui «alle varie classi di azioni spetta l'utile prodotto dalla rispettiva divisione secondo la proporzione data dal peso di ciascuna classe sul totale del capitale sociale e dalla proporzione degli utili divisionali rispetto all'utile della società»: ipotizzando una società con capitale 100, suddiviso in 25 azioni ordinarie (classe A), 60 correlate alla divisione B (classe B) e 15 correlate alla divisione C (classe C), le azioni ordinarie di classe A parteciperebbero in modo proporzionale a ciascuna divisione, per cui il possesso della divisione B e C da parte della classe A sarebbe del 25% di ciascuna divisione; ipotizzando dunque che questa società realizzi un utile di 100, suddiviso tra 92 prodotto dalla divisione B e 8 prodotto dalla divisione C, l'Autore propone la seguente divisione dell'utile: alla classe di azioni ordinarie (A) 25, pari a $\frac{1}{4}$ dell'utile complessivo; alla classe B, correlata al settore B, 69, pari a $\frac{3}{4}$ dell'utile della divisione B; alla classe C, correlata al settore C, 6, pari a $\frac{3}{4}$ dell'utile della divisione C. Secondo l'Autore, insomma, poiché le azioni ordinarie A rappresentano il 25% del capitale sociale, esse avrebbero diritto al 25% di ciascun utile settoriale (23 su 92 per la divisione B, 2 su 8 per la divisione C). Aderiscono a questa tesi M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 170; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 90. Questa ricostruzione, e i calcoli che ne conseguono, non paiono però, a chi scrive, condivisibili. Sempre seguendo l'esempio proposto dall'Autore, dovrebbe difatti ritenersi che il capitale conferito dalle azioni ordinarie di classe A, pari a 25, debba essere imputato in parti uguali ai due settori di attività della società (poiché le azioni ordinarie partecipano in misura uguale ai vari segmenti dell'impresa societaria). Quindi, la divisione B avrebbe un capitale pari a 72,5, ossia i 60 conferiti dalle azioni correlate di classe B più la metà dei 25 conferiti dalle azioni ordinarie di classe A; la divisione C, invece, deve ritenersi avere un capitale pari a 27,5, ossia i 15 conferiti dalle azioni correlate di classe C più la metà dei 25 conferiti dalle azioni ordinarie di classe A. Fatta questa "distribuzione" dell'apporto degli azionisti ordinari, si deve allora calcolare la loro partecipazione a ciascun segmento: rispetto alla divisione B, la loro partecipazione è pari al rapporto tra il loro 12,5 e i totali 72,5 (dati da 60+12,5), ossia il 17,24%; rispetto alla divisione C, invece, la loro partecipazione è pari al rapporto tra il loro 12,5 e i 27,5 totali (dati da 15+12,5), ossia 45,45%. Dunque, l'utile della divisione B, pari a 92, dovrà essere distribuito in questo modo: alle azioni ordinarie di classe A andranno 15,86 (il 17,24% di 92), mentre alle azioni correlate B andranno 76,14 (pari all'82,76% di 92). Invece, l'utile di 8 realizzato dalla divisione C dovrà essere distribuito in questo modo: alle azioni ordinarie di classe A andranno 3,64 (pari al 45,45% di 8), mentre alle azioni correlate C andranno 4,36 (pari al 54,55% di 8). Questi calcoli sembrano rispondenti ad una più corretta ricostruzione, se si pensa che è vero che le azioni ordinarie hanno sottoscritto il 25% del capitale sociale, ma è anche vero che non può per questo ritenersi che abbiano diritto al 25% dell'utile totale visto che in realtà la società multidivisionale presenta più bilanci settoriali e quindi più utili settoriali; insomma, nel momento in cui la struttura multidivisionale impone la redazione di due o più bilanci, i conferimenti delle azioni ordinarie vanno in qualche modo "distribuiti" tra i diversi settori, sicché in presenza di azioni correlate non è più possibile dire che le azioni ordinarie partecipano "in generale" al capitale sociale

all'aumento gratuito del capitale: in mancanza di criteri statuari al riguardo, le riserve riferite a ciascun settore dovranno essere distribuite in proporzione alla partecipazione di ciascuna categoria di azioni che ha diritti sullo stesso (o perché ad esso correlato, o perché ordinaria)⁵⁸.

Quel che emerge sin qui è che l'autonomia statutaria parrebbe perciò libera di dar luogo ad una struttura societaria multicompartimentale che potrebbe perfino essere composta unicamente da azioni correlate "pure": in particolare, a ciascun settore potrebbe corrispondere una sola categoria di azioni ad esso correlate (quindi, senza interferenza di diritti patrimoniali spettanti ad altri azionisti sul medesimo comparto).

Riprendendo ora l'analisi delle due disposizioni che disciplinano le azioni correlate, l'art. 2350, comma 3, così dispone: «[n]on possono essere pagati dividendi ai possessori delle azioni previste dal precedente comma se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società». Bilancio, si deve precisare in via interpretativa, che deve essere stato regolarmente approvato e deve evidenziare utili realmente conseguiti⁵⁹.

A commento della norma sopra riportata, la dottrina osserva che in forza di essa la posizione dell'azionista correlato viene subordinata non solo alla realizzazione di profitti nel settore di correlazione, ma anche al risultato complessivo della società, le cui perdite, per assicurare agli azionisti correlati la percezione di un dividendo, non devono essere tali da azzerare i proventi conseguiti dal singolo comparto perché altrimenti la distribuzione dell'utile settoriale rappresenterebbe in realtà una distribuzione di utili non effettivamente realizzati⁶⁰.

(nell'esempio, in misura del 25%), ma occorre riconoscere che esse partecipano secondo proporzioni diverse ai "sotto-capitali" dedicati alle diverse divisioni. Occorre precisare che senz'altro lo statuto potrebbe prevedere che le azioni ordinarie partecipino ad una percentuale calcolata sull'utile complessivo della società (e, quindi, proseguendo l'esempio, stabilire che le azioni ordinarie di classe A abbiano diritto al 25% dell'utile complessivo, quindi 25, anziché 19,5 come nella ricostruzione sopra proposta), ma ciò costituirebbe un criterio statutario e non potrebbe rappresentare invece il criterio residuale; ed infatti, una simile previsione impone necessariamente di stabilire anche in che misura vadano attinti gli utili settoriali per mettere insieme il 25 da distribuire tra gli azionisti ordinari, perché non pare invero affatto scontato che chi conferisce il 25% del capitale di una società multicomparto abbia diritto al 25% degli utili complessivi, senza cioè tener conto delle diverse consistenze dei diversi settori e delle proporzioni tra l'entità dei conferimenti degli azionisti ordinari e l'entità dei conferimenti degli azionisti settoriali. A questi ultimi sembra invece corretto riconoscere, quale criterio residuale, una parte di utili proporzionale al valore dei loro conferimenti rispetto al valore totale del capitale riferibile alla stessa divisione.

⁵⁸ Sul punto si veda P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: le alphabet stock, cit., p. 826.

⁵⁹ M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 527; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 225; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 68; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 167 ss.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 88.

⁶⁰ P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: le alphabet stock, cit., p. 824; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 225; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., p. 289.

Questa norma ha una giustificazione ben precisa che si collega a quella, sopra esaminata, relativa all'unicità del capitale sociale e dunque alla possibile partecipazione alle perdite riportate da settori diversi da quello di correlazione: poiché per i creditori sociali il patrimonio che ne costituisce la garanzia patrimoniale è unitario (non essendovi alcuna limitazione di responsabilità loro opponibile), emerge l'esigenza di tutelare la solvibilità della società nei confronti dei creditori sociali⁶¹. Per cui, laddove una società abbia riportato, nel complesso, una perdita, la norma prescrive di non distribuire dividendi, se non nei limiti negli utili complessivamente riportati, onde evitare un incremento della perdita⁶²: infatti, poiché una perdita determina una erosione delle riserve prima e del capitale sociale poi, è evidente che se la società avesse complessivamente riportato una perdita (che quindi erode le riserve) e poi distribuisse pure gli utili di settore, le disponibilità nette della società diminuirebbero ancora più di quanto sia già dovuto alla perdita. La possibilità di distribuire utili di comparto nei limiti degli utili complessivi fa sì che, laddove invece la società abbia nel complesso conseguito un utile ma minore dell'utile di settore, la società possa al più decidere di annullare l'incremento del patrimonio netto determinato dall'utile (che infatti anziché essere accantonato viene distribuito), ma ciò che alla società è precluso è determinare un esito sul patrimonio netto peggiore di quello che la stessa ha conseguito nel suo complesso; esito, che si verificherebbe invece qualora la società potesse distribuire gli utili di settore in misura maggiore rispetto all'utile complessivo, visto che in questo caso si determinerebbe una riduzione del patrimonio netto.

Dunque, questa regola, posta non a tutela della "comunità" dei soci quanto invece a tutela del ceto creditorio che beneficia di un'unica ed unitaria garanzia patrimoniale, impone semplicemente alla società di non ridurre il patrimonio netto: di non ridurlo più di quanto già abbia determinato la perdita complessiva o, al più, di non ridurlo allorché la società abbia conseguito nel complesso un utile; nel quale ultimo caso le è consentito distribuire l'utile entro quella misura per cui il patrimonio netto *non aumenta* (perché l'utile di esercizio viene distribuito anziché accantonato), ma nemmeno diminuisce. Si tratta in definitiva di una norma "salva liquidità"; tuttavia, in

⁶¹ M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 527; ID., *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 493; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 59; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 88, i quali parlano al riguardo di rischio di indebolimento patrimoniale.

⁶² G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions reflet», cit., p. 614, il quale, osserva come essendo unitario il patrimonio sociale, sarebbe illegale distribuire utili con una società in perdita o in semplice pareggio di bilancio.

mancanza di una clausola di perequazione, certamente essa non impone che gli utili settoriali, in caso di mancata distribuzione per delibera assembleare o per la preclusione imposta dalla norma in commento, debbano essere “spalmati” sulle altre categorie. Quegli utili restano dei soci correlati nei termini stabiliti dalle clausole di correlazione⁶³.

Un ultimo problema che si deve affrontare è come possa disciplinarsi la fattispecie in cui, stante l’unicità della garanzia patrimoniale per i creditori sociali (quindi, l’inopponibilità nei loro confronti della settorializzazione dell’impresa societaria), vengano impiegate risorse dedicate ad un comparto per pagare i creditori di un comparto diverso.

Occorre qui fare una distinzione. Se è la società che impiega risorse di un comparto per finalità ad esso estranee, allora è un problema di governo societario di cui si tratterà nell’ultimo capitolo. Se invece dovessero essere i creditori di un settore ad aggredire coattivamente beni dedicati ad un altro settore, allora qui non vi sarebbe un problema di governo della società multicomparto, quanto invece il verificarsi di un evento, riferibile ad un settore, che però provoca una riduzione del compendio aziendale dedicato ad un differente settore, su cui poi si calcola l’entità dei diritti degli azionisti ad esso correlati⁶⁴. Può forse pensarsi che in questo caso occorra restaurare, nei rapporti tra differenti categorie di azionisti, i valori patrimoniali originari, che i diversi azionisti avrebbero avuto a disposizione se i creditori avessero appreso beni dedicati al settore cui essi ineriscono. In altre parole, si renderebbe probabilmente necessaria una movimentazione di risorse da un settore all’altro con conseguente aggiustamento dei valori contabili.

⁶³ Cfr. sul punto M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 527, secondo cui il divieto di cui al terzo comma dell’art. 2350 non significa affatto che in presenza di perdite di altri settori, ovvero in assenza dei presupposti per la riduzione obbligatoria del capitale sociale, gli utili del settore correlato debbano essere utilizzati a copertura delle perdite subite dagli altri settori, ben potendo essere più semplicemente portati a nuovo.

⁶⁴ Si veda sul punto la riflessione di U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 82 s., il quale sostiene che la liquidazione della partecipazione del socio receduto o le cui azioni siano state riscattate debba essere attuata attingendo ad utili o riserve disponibili formati con i risultati positivi del settore di correlazione o, laddove non ve ne fossero, attingendo ai beni patrimoniali afferenti al predetto settore. Quest’ultimo passaggio è condivisibile, a condizione però che si specifichi che la società è pur sempre libera di impiegare (o liquidare) anche i beni destinati ad altri comparti settori, esattamente come il socio receduto o le cui azioni siano state riscattate è legittimato ad aggredire, per la soddisfazione del proprio diritto, anche beni dedicati a settori diversi da quello cui le sue azioni sono correlate.

1.2. (segue) Altri strumenti finanziari con diritti correlati ad uno specifico settore di attività della società.

È cosa ormai nota e da molti affermata che, a seguito della riforma del diritto societario del 2003, la struttura finanziaria della società per azioni si connota per un'amplissima libertà⁶⁵; libertà che può esprimersi nella creazione di strumenti finanziari attribuitivi di diritti patrimoniali configurati in ogni modo – o quasi – l'ingegneria finanziaria suggerisca. La società emittente ha, infatti, a disposizione un ventaglio di possibilità (che si sviluppa sulla linea del c.d. *equity-debt continuum*) che vanno dall'attribuzione di un massimo a quella di un minimo rischio. In questo ventaglio di possibilità, le azioni si caratterizzerebbero ormai non più tanto per il livello di rischio cui espongono il proprio titolare⁶⁶, quanto piuttosto per il dato formale dell'imputazione della somma investita alla voce contabile del capitale sociale (con conseguente applicazione della disciplina vincolistica che per esso è prevista).

In questo contesto, non si dubita perciò che anche gli altri strumenti finanziari, diversi dalle azioni, emettabili da una s.p.a. possano attribuire diritti patrimoniali variamente correlati ai risultati di uno o più specifici settori di attività della società.

Si consideri allora innanzi tutto che, ai sensi dell'art. 2346, comma 6, uno strumento finanziario attribuisca, a fronte del relativo apporto, il diritto di partecipare agli utili e alle perdite. Lo statuto potrebbe stabilire, più precisamente, che tale strumento attribuisca il diritto di partecipare ad utili e perdite di uno specifico settore anziché della società nel suo complesso (così rappresentando forse anche una via per eludere l'applicazione degli stringenti limiti operanti, ai sensi dell'art. 2350, comma 3, nei confronti degli strumenti *azionari* correlati)⁶⁷. Anche in questo caso, la

⁶⁵ La letteratura sul punto è particolarmente ampia. Si veda per tutti F. D'ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». Ovvero: *esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 34 ss.

⁶⁶ Si è infatti acutamente osservato in dottrina come il titolare di un'obbligazione irredimibile o subordinata possa essere esposto ad un rischio assai prossimo a quello che caratterizza la posizione dell'azionista. Ma si veda soprattutto la recente ordinanza del Tribunale di Napoli 24 febbraio 2016, in *Giur. comm.*, 2017, II, p. 710 ss., con nota di S. DI NOLA – A. RESTUCCIA, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi "a tutto rischio"*, il quale ha ammesso che i diritti patrimoniali attribuibili dagli strumenti finanziari partecipativi possono anche essere postergati a quelli degli azionisti, i quali parrebbero perciò perdere la qualifica *necessaria* di prenditori di ultima istanza (o *residual claimants*).

⁶⁷ L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa*, 2005, I, p. 175 e p. 181 s., il quale conia a proposito l'espressione «*non-share tracking shares*»; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 55 ss., secondo il quale (a p. 69) pertanto simili strumenti potrebbero essere attribuiti agli azionisti correlati per garantire una certa remunerazione dell'investimento nel caso in cui non manchino utili distribuibili a

partecipazione agli utili di settore dovrebbe intendersi, salvo diversa disposizione statutaria, non già limitata agli utili accertati e distribuibili al termine di ciascun esercizio sociale, quanto invece comprensiva anche di quelli non distribuiti o delle altre riserve distribuibili nel corso della vita della società, in occasione dello scioglimento del rapporto contrattuale con il singolo strumentista o, infine, in occasione dello scioglimento della società.

Si consideri, inoltre, una seconda modalità con cui potrebbe essere realizzata la correlazione di uno strumento finanziario.

A norma dell'art. 2411, comma 3, è possibile emettere strumenti finanziari che attribuiscano un diritto alla restituzione dell'apporto ma ne condizionino tempi e/o entità del rimborso all'andamento economico della società. Ebbene, potrebbe allora prevedersi che i tempi e/o l'entità del rimborso non vengano condizionati all'andamento complessivo della società, quanto piuttosto all'andamento di uno o alcuni specifici settori di attività della stessa⁶⁸.

Ancora, oltre al profilo attinente alla restituzione dell'apporto, si può considerare quello della remunerazione dell'investimento effettuato, ossia il pagamento degli interessi. A tal proposito, poiché l'art. 2411, comma 2, consente di indicizzare gli interessi dovuti dalla società a parametri oggettivi, il criterio oggettivo di parametrizzazione degli interessi ben potrebbe essere rappresentato dall'andamento di un ramo dell'impresa societaria⁶⁹.

A proposito di queste ultime due fattispecie, non sembra dubitabile l'applicazione dell'art. 2412 c.c. sui limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni e altri titoli, senza variazione di disciplina. Come evidenziato in apertura di questo capitolo, infatti, la compartimentazione meramente interna avviene mediante la tecnica della determinabilità dei diritti, lasciando invece impregiudicata l'unitarietà della garanzia patrimoniale dei creditori sociali. Per questa ragione, se il limite di cui all'art. 2412 serve a contenere l'esposizione debitoria raccolta tra il pubblico, in questo caso, essendoci come detto un unico bilancio e quindi un'unica colonna di attività e un'unica

norma dell'art. 2350, comma 3. P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 57 nt. 8; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 129; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 74.

⁶⁸ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 62; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 78.

⁶⁹ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 61; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 79; A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 24 s. Prima della riforma del 2003, ammetteva simile costruzione P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: *le alphabet stock*, cit., p. 815.

colonna di passività, la correlazione dei diritti patrimoniali attribuiti da simili titoli lascia del tutto impregiudicato il problema del rapporto tra attivo e passivo.

Può dunque concludersi che tutta quella parte della struttura finanziaria della società per azioni che presenta un qualche margine di aleatorietà (non consistendo in un diritto di credito già determinato nel suo preciso ammontare) può raccordare tale aleatorietà all'andamento di uno o alcuni specifici settori di attività per rendere in vario modo determinabili: a) l'entità del diritto alla restituzione del proprio investimento, esponendo quindi l'investitore alla partecipazione alle perdite del settore o variamente condizionando tempi ed entità del rimborso all'andamento di tale settore; b) l'entità del diritto alla remunerazione del proprio investimento, prevedendo una partecipazione agli eventuali utili di comparto ovvero indicizzando gli interessi da corrispondere all'andamento del settore finanziato.

In tutti questi casi deve ritenersi che, malgrado la legge non prenda espressamente in considerazione simili fattispecie e non ponga di conseguenza alcuna specifica disciplina al riguardo, debba applicarsi in via analogica la norma relativa alle azioni correlate che prescrive alla società di tenere tante contabilità distinte quanti sono i settori sui quali si calcolano i diritti degli investitori⁷⁰. In mancanza, infatti, si farebbe dipendere la liquidazione dei diritti di costoro da calcoli non necessariamente chiari, trasparenti o tecnicamente rigorosi (e perciò verificabili).

In secondo luogo, in occasione dell'emissione di simili strumenti finanziari, la società dovrà precisare se la correlazione dei loro diritti patrimoniali sia "pura" ovvero, in virtù di una qualche modalità di perequazione, "spuria".

Ricordando quanto più sopra detto a proposito delle azioni correlate e della possibile configurazione della loro correlazione, va aggiunto che ciascuna categoria di strumenti finanziari (da intendersi in senso lato e quindi comprensivi anche delle azioni) può essere correlata ad un settore nel più diverso dei modi: al di là della correlazione "pura", cioè, le forme "spurie" di correlazione possono essere le più diverse. Le varie categorie di strumenti, pur essendo in ipotesi correlate ad uno stesso settore, possono quindi esservi correlate ciascuna in maniera differente.

È allora a questo punto possibile analizzare l'intera struttura finanziaria di una società emittente strumenti correlati ai suoi vari settori di attività.

⁷⁰ Così, condivisibilmente, A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 25.

Se vi è anche una sola categoria di strumenti finanziari correlati in modo “spurio”, la struttura finanziaria risulterà anch’essa, nel suo complesso, “spuria”, nel senso che vi saranno delle categorie che parteciperanno diversamente rispetto ad altre agli utili e, soprattutto, alle perdite del settore. Si potrebbe ad esempio immaginare che una di queste categorie di strumenti che partecipa diversamente da altre alle perdite siano le azioni: se le si volesse tutelare al massimo (pur nella loro correlazione ad un settore), si potrebbe ad esempio prevedere che quando le perdite di un settore abbiano completamente eroso le riserve ad esso relative (e quindi abbiano già pregiudicato i diritti delle altre categorie di investitori, i cui apporti siano stati iscritti come speciali riserve⁷¹), le ulteriori perdite non vadano ad intaccare subito il capitale relativo allo stesso settore ma vadano ad attaccare prima le riserve (e quindi gli investitori) di altri settori, rendendo la voce “capitale” aggredibile solo in ultima istanza dopo aver eroso completamente le riserve in generale, a prescindere dal settore cui sono correlate. In questo esempio, è evidente che sarebbero le azioni correlate a beneficiare di una correlazione “spuria”, perché non partecipano interamente alle perdite di settore giacché queste vengono prima addossate, grazie ad una clausola di perequazione, agli investitori non azionisti correlati ad altri settori di attività. La perequazione, in questo esempio, opererebbe come postergazione nelle perdite degli azionisti correlati non solo in senso verticale (cioè partecipano dopo che le perdite hanno intaccato altri finanziatori del medesimo settore), ma anche in senso orizzontale (cioè partecipano alle perdite di settore dopo che queste hanno intaccato i diritti di finanziatori di altri settori)⁷².

⁷¹ Questa è infatti la rappresentazione contabile degli apporti di rischio non imputati a capitale sociale. Se dunque gli apporti degli investitori in capitale di rischio non vengono iscritti contabilmente come capitale sociale bensì come riserva, ne consegue che, andando le perdite ad erodere *prima* le riserve e *solo dopo* il capitale sociale, saranno tali investitori a veder per primi perso il proprio investimento; solo laddove le perdite, erose totalmente le riserve, vadano ad impattare anche sul capitale sociale, allora – ma solo allora – gli azionisti subiranno la riduzione, o addirittura perdita, del proprio investimento.

⁷² È evidente che il ragionamento svolto nel testo presuppone che gli apporti degli altri investitori in capitale di rischio siano esposti a bilancio come riserve nel patrimonio netto, con la conseguenza che, in caso di perdite, queste, dovendo colpire prima le riserve, intaccheranno di conseguenza prima i diritti di questi ultimi. Se così non fosse, poiché il capitale sociale è la cifra contabile che esprime la differenza minima tra attività e passività della società, pare evidente che se i soci perdessero per primi, significherebbe che prima dovrebbero erodersi le riserve non composte con apporti di altri investitori, poi il capitale. Ma una volta eroso il capitale, a rigore, la società presenterebbe una situazione di parità o di differenza negativa tra attivo e passivo, divenendo così tecnicamente incapiente. A meno di trasformare, in simile evenienza, le passività corrispondenti ai diritti alla restituzione degli investitori (almeno di talune categorie di essi) in patrimonio netto, sulla scorta di quel che accade per i titoli irredimibili o subordinati. Il tema meriterebbe di essere approfondito altrove, ma pare potersi dire che comunque due sono le possibilità logicamente offerte: o gli azionisti sono quelli che rischiano di più e che quindi per primi perdono il proprio investimento, ma allora ciò vorrebbe dire che il capitale sociale non rappresenterebbe più l’ultima voce contabile del netto ad essere erosa, quanto invece la prima (dopo le riserve non targate a favore di altri investitori in capitale di rischio); oppure il capitale sociale continua a

Tuttavia, si può immaginare anche che tutti gli strumenti finanziari correlati ad un settore (quindi, anche le azioni) siano connotati da una correlazione “pura”. In questo caso, sarà l’intera struttura finanziaria della società – e non solo la singola categoria di strumenti finanziari – a presentare una correlazione “pura”. Questa struttura finanziaria, allora, si caratterizzerà per il fatto che, oltre agli eventuali utili, anche le eventuali perdite di settore graveranno prima interamente sui correlativi investitori e solo dopo sugli investitori degli altri settori.

Un sistema a correlazione “pura” composto non solo da azioni correlate, ma anche da altri strumenti finanziari, dovrà essere innanzitutto rappresentato contabilmente, secondo quanto detto sopra, con tanti bilanci quanti sono i settori di correlazione; poi, quando tutte le riserve relative ad un certo settore saranno state erose (con conseguente annichilimento del diritto alla restituzione dell’apporto per gli investitori correlati), si inizierà ad intaccare il capitale sociale riferibile a quel settore. Una volta eroso del tutto anche il capitale sociale, le eventuali ulteriori perdite andranno ad erodere le riserve prima e il capitale sociale poi riferibili agli altri settori della stessa

rappresentare la differenza minima tra attivo e passivo in bilancio, ma allora gli altri investitori in capitale di rischio rischiano di più perché ciò impone che le riserve, nel netto, composte con gli apporti di questi ultimi e destinate alla restituzione dell’apporto laddove l’andamento della società lo consenta, dovrebbero essere erose per prime. E ciò è quanto si ipotizza in testo. Ad ogni modo, la ricostruzione opposta – per cui le perdite gravano prima di tutto sugli azionisti, e poi sugli altri investitori anche in capitale di rischio – non modifica il discorso: la metafora dei “vasi comunicanti” è sempre riproponibile, cambiando solo il nome degli investitori che rischiano per primi e quelli che rischiano per ultimi. Il fatto che una perdita eroda prima il capitale rappresentato dalle azioni correlate a quel settore prima ancora delle riserve rappresentate da strumenti finanziari non azionari correlati ad un altro settore, potrebbe essere possibile. Si veda in argomento quanto osservato da M. BUSSOLETTI, *L’iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, III, Torino, 2007, p. 196 s., il quale osserva come la riserva composta dagli apporti di questi sia una riserva “targata”, di spettanza esclusiva dei possessori degli strumenti finanziari partecipativi, che quindi sopporta le perdite sulla base di un determinato *regime contrattuale*, senza che possa domandarsi con quale ordine, rispetto alle altre poste del patrimonio netto, sopporta le perdite: così, se per esempio una società ha capitale un milione (senza altre poste di patrimonio netto) e titolo partecipativi per un altro milione, che partecipano agli utili e alle perdite al 50%, laddove la società maturasse una perdita di un milione, le conseguenze sarebbero che si dimezzerebbe il capitale sociale e si dimezza la voce (del netto) che si riferisce agli apporti rappresentati da titoli partecipativi; o ancora: se si prevedesse che i titoli ibridi sopportano un terzo delle perdite, e queste si ipotizzi ammontino a 90, 30 di tale perdita, e solamente 30, andranno ad abbattere questa posta indipendentemente dall’esistenza di altre poste di patrimonio netto diverse dal capitale; la presenza di queste altre poste sarà rilevante al solo fine di verificare come debba essere fronteggiata dal bilancio generale della società la residua perdita di 60. Da questo ragionamento (e da questo esempio) portato dalla citata dottrina, potrebbe desumersi quanto sostenuto sopra a proposito di una correlazione che consenta agli strumenti finanziari correlati ad un settore di essere postergati nelle perdite perfino all’erosione del capitale sociale rappresentato dalle azioni correlate al settore dove si è prodotta la perdita (e, quindi, di erodere parte del capitale prima di parte delle riserve). Un punto rimane però fermo in entrambe le impostazioni: il “fondo” del vaso (per continuare ad usare la metafora sopra proposta) è il passivo, ossia la soglia oltre la quale la società diviene tecnicamente incapiente. Si tratta perciò di stabilire se i diritti degli investitori vadano iscritti o meno al passivo e quindi facciano parte del fondo della brocca o piuttosto dell’acqua che si può bere.

società⁷³. L'ordine con cui le ulteriori perdite passano ad intaccare il patrimonio netto riferibile agli altri comparti dovrà essere stabilito dallo statuto. In via residuale, per colmare l'eventuale lacuna che lo statuto dovesse lasciare, potrebbero ipotizzarsi due criteri tra loro alternativi. Un primo criterio potrebbe essere distribuire l'ulteriore perdita dividendola algebricamente per il numero degli altri settori (ad esempio, se residua, dopo aver eroso tutto il patrimonio netto riferibile al settore che l'ha generata, una perdita di 100 e la società è composta da altri quattro settori di attività, quest'ulteriore perdita di 100 dovrebbe essere divisa per quattro ed essere quindi addossata sugli altri comparti nella misura di 25 ciascuno). Un secondo criterio potrebbe altrimenti consistere nel distribuire la perdita tra gli altri comparti in misura proporzionale alle rispettive dimensioni e alla conseguente capacità di assorbirla (per esempio, laddove residuasse un'ulteriore perdita di 100 e la società avesse altri due comparti, l'uno di valore 40 e l'altro di valore 80, per rispettare le proporzioni tra i due comparti la perdita dovrebbe essere addossata per 33,3 al comparto di valore 40 e per 66,6 al comparto di valore 80).

Passando ad analizzare gli altri aspetti riguardanti l'emissione di strumenti finanziari correlati, nessun dubbio sembra sussistere circa il fatto che la società possa emettere soltanto strumenti finanziari correlati, non essendovi alcuna norma che le imponga l'emissione di almeno una categoria di strumenti rappresentativi di un investimento pansocietario. Inoltre, un altro aspetto che dovrà essere invece necessariamente chiarito in sede statutaria è quale sia il criterio con cui si ripartiscono utili o risorse del comparto tra tutte le diverse categorie di investitori che vantano diritti patrimoniali su quello stesso: in questo caso, infatti, a prescindere dalla presenza o meno di azionisti correlati vi sarà sempre almeno un'altra categoria di investitori con diritti patrimoniali sul comparto (in mancanza di azionisti correlati, vi saranno infatti quanto meno gli azionisti con diritti patrimoniali pansocietari). Il discorso vale, ovviamente, anche per il caso in cui vengano emesse più categorie di strumenti

⁷³ Si potrebbe allora spiegare la differenza tra una struttura finanziaria a compartimentazione meramente interna ma "pura" e una compartimentazione anche esterna ricorrendo ad una metafora. Si immagini che, in un ristorante, a due tavoli vengano portate a ciascuno una brocca d'acqua. Se la compartimentazione è interna, quando finisce l'acqua in una brocca, si inizia a bere dall'altra anche se è stata portata per un altro tavolo; nel secondo caso, invece, una volta finita l'acqua in una brocca i commensali di quel tavolo restano a bocca asciutta perché non potranno chiedere di poter attingere anche alla brocca portata al tavolo vicino; dove per acqua si deve intendere il patrimonio netto di ciascun bilancio di settore (ciascun settore è raffigurato come una brocca) e per il fondo della brocca si deve invece intendere il passivo del bilancio: quando si arriva al fondo (di entrambe le brocche, in caso di compartimentazione esterna, o di una soltanto, in caso invece di compartimentazione interna "pura"), significa che oltre la società è incapiente.

correlati. Si renderà pertanto necessario precisare il criterio di ripartizione. Anzi, laddove su un medesimo comparto insistano i diritti, oltre che degli azionisti, anche di portatori di altri strumenti finanziari in vario modo ad esso correlati, la redazione del criterio si renderà tanto più necessaria ove si consideri che qui, non essendo gli strumenti finanziari frazione di un unico capitale sociale, difficilmente si potrà invocare, in via residuale, il criterio proporzionale: nel caso di specie, esso imporrebbe infatti di ripartire utili e perdite in ragione del valore economico che ciascuna categoria di strumenti finanziari ha rispetto al valore di tutte le emissioni della società; il che, evidentemente, pare difficilmente praticabile.

Ciò chiarito, non vi è ragione per negare all'autonomia statutaria neppure la possibilità di prevedere anche con riferimento a questo tipo di strumenti finanziari un meccanismo di sospensione dell'erogazione di somme (a qualsiasi titolo essa debba avvenire: utili, interessi, rimborso dell'apporto) in presenza di perdite degli altri settori, sulla scorta di quanto previsto dall'art. 2350, comma 3. Laddove la società si dia una configurazione multicompartimentale esclusivamente in virtù dell'emissione di simili strumenti, resta infatti unitaria la garanzia patrimoniale per i creditori sociali e da qui potrebbe essere ritenuto opportuno (ancorché assolutamente non obbligatorio) stabilire che non possano essere distribuiti utili di comparto, corrisposti interessi indicizzati al suo andamento o rimborsati finanziamenti allo stesso correlati se non nei limiti degli utili (o del diverso parametro prescelto) realizzati dalla società nel suo complesso.

Infine, saranno applicabili anche con riguardo a questi strumenti finanziari le considerazioni esposte in conclusione del precedente paragrafo in merito ai metodi di compensazione operabili in caso di riduzioni patrimoniali subite da un comparto in conseguenza dell'aggressione perpetrata da creditori inerenti ad altri settori di operatività della società.

Alla luce di quanto sin qui considerato, deve ritenersi che il diritto societario attuale consenta la creazione di una struttura patrimoniale caratterizzata dall'emissione di una pluralità di categorie di strumenti rappresentativi di un investimento (dalle azioni alle obbligazioni) correlati ai vari diversi settori di attività della società emittente. Il diritto societario parrebbe anche consentire la creazione di una struttura che si caratterizza per la presenza di soli strumenti correlati (o settoriali) e dunque per l'assenza di qualsiasi categoria di strumenti rappresentativi di un investimento pansocietario.

SEZIONE 2 – LA COMPARTIMENTAZIONE ESTERNA NEL DIRITTO SOCIETARIO SPECIALE
DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI: LE SICAV E LE SICAF MULTICOMPARTO.

2.1. I caratteri della compartimentazione nelle Sicav e nelle Sicaf.

La prima fattispecie di compartimentazione esterna è rappresentata dalle Sicav e dalle Sicaf multicomparto.

L'art. 1, comma 1, lett. i), del T.u.f., definisce le «società di investimento a capitale variabile (Sicav)» come «l'Oicr aperto costituito in forma di società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni».

La lett. *i-bis*) della medesima disposizione definisce invece le «società di investimento a capitale fisso (Sicaf)» come «l'Oicr chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi»⁷⁴.

Punto di partenza della riflessione è, perciò, la natura di s.p.a. delle Sicav e delle Sicaf. Ora, se una società per azioni si dedica all'attività di investimento collettivo del risparmio, allora verrà disciplinata in parte dal diritto societario comune⁷⁵, in parte dal diritto speciale dettato per le società che svolgono tale particolare tipo di attività.

Tra la vastissima moltitudine di regole speciali previste per una s.p.a. che si dedica a questo genere di attività, quelle che rilevano nella presente indagine sono essenzialmente due.

⁷⁴ È bene ricordare, per chiarezza, che la lett. j) del citato art. 1, comma 1, del T.u.f. definisce un «Organismo di investimento collettivo del risparmio (Oicr)» come «l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere su patrimonio dell'Oicr, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata».

⁷⁵ Maggiore è la copertura offerta dal diritto societario comune alle Sicaf, mentre per le Sicav il diritto societario comune si applica in misura decisamente più marginale: si veda, in generale, P. SFAMENI – M. PENNA, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di P. Sfameni, A. Giannelli, 2 ed., Milano, 2015, p. 220.

La prima è la regola per cui a s.p.a. che si dedichino a tale attività è offerta l'opzione tra dotarsi di una struttura finanziaria a capitale variabile o dotarsi invece di una struttura finanziaria a capitale fisso⁷⁶. La scelta per la verità non è del tutto discrezionale, posto che l'alternativa si riflette sulle modalità gestorie della società: il capitale variabile rende la società un Oicr aperto e, di conseguenza, le impone investimenti necessariamente liquidi; il capitale fisso, invece, poiché preclude agli azionisti uno smobilizzo discrezionale, consente alla società investimenti anche illiquidi (tipicamente, in immobili o in strumenti finanziari non quotati)⁷⁷.

La seconda regola che viene qui in rilievo è quella per cui se una s.p.a. si dedica all'attività di investimento collettivo del risparmio, allora può dotarsi di una struttura multicompartimentale. Gli artt. 35-*quater*, comma 6, lett. c)⁷⁸, e 35-*sexies*, comma 4, lett. c)⁷⁹, T.u.f., infatti, consentono espressamente tanto alle Sicav quanto alle Sicaf di creare più comparti patrimoniali autonomi. I diversi comparti sono differenziati tra loro per politiche di investimento, al fine di garantire una maggiore flessibilità e differenziazione nell'offerta al pubblico attraverso il frazionamento del rischio e un'eventuale gestione specializzata per ogni singolo patrimonio⁸⁰.

Ciascun comparto viene descritto dalla legge come «un patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti» (così l'art. 35-*bis*, comma 6, T.u.f.); può perciò essere definito come un centro di imputazione autonomo di attività,

⁷⁶ Si è osservato in dottrina come l'introduzione delle Sicaf abbia colmato le lacune che hanno caratterizzato, in passato, la riserva di attività per l'esercizio della gestione collettiva del risparmio organizzata in forma societaria, giacché ora, con la riformulazione delle definizioni normative di Sicav e Sicaf, ogni attività di gestione collettiva del risparmio organizzata in forma societaria deve svolgersi secondo uno dei due schemi di investimento previsti dal legislatore (Sicav o Sicaf), in questo modo eliminando quella "zona grigia" che in passato di fatto consentiva a soggetti non regolamentati di svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio al di fuori delle regole e dei controlli previsti dalla normativa di settore mediante l'utilizzo di società di diritto comune a capitale fisso. Sul punto si veda P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 468 s.; P. SFAMENI – M. PENNA, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 218 nt. 23.

⁷⁷ Per quanto riguarda i beni nei quali può essere investito il patrimonio di un Oicr aperto, si vedano gli artt. 7-8 del D.M. 30/2015.

⁷⁸ Il quale recita: «[I]o statuto della Sicav può prevedere: (...) c) l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni; in tal caso sono stabiliti i criteri di ripartizione delle spese generali tra i vari comparti».

⁷⁹ Il quale recita: «[I]o statuto della Sicaf può prevedere: (...) c) l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni; in tal caso sono stabiliti i criteri di ripartizione delle spese generali tra i vari comparti».

⁸⁰ M. LA VECCHIA (– S. PALLINI – B. SZEGÖ), *Commento all'art. 43*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 338; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 43*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, I, Torino, 2012, p. 656; M. G. IOCCA, voce *Sicav*, in *Enc. dir., Annali*, VIII, Milano, 2015, p. 767.

passività, costi, utili e responsabilità in sede giudiziaria⁸¹. Malgrado l'unicità della persona giuridica, i creditori di un comparto, quindi, non possono aggredire altri comparti⁸².

Può dunque osservarsi come presupposto affinché una s.p.a. possa liberamente (seppur ovviamente nel rispetto della disciplina sugli intermediari finanziari) dotarsi di una struttura multicompartimentale sia prevedere quale oggetto sociale esclusivo l'attività di investimento collettivo del risparmio. Questa attività non è chiaramente definita dal T.u.f., occupandosi invece il testo normativo della definizione degli organismi (gli Oicr) che a tale attività si dedicano⁸³. Può comunque inferirsi che i tratti connotanti l'attività in discorso siano: la raccolta del patrimonio tra una pluralità di investitori, la gestione in monte dello stesso, la gestione autonoma dagli investitori, la predeterminazione della politica d'investimento, il tipo di beni nei quali può essere investito il patrimonio così raccolto.

Detto presupposto merita però di essere meglio indagato: le possibilità che esso apre sono infatti tanto importanti ai fini della presente indagine che occorre verificare in cosa consista effettivamente il genere di attività che consente ad una s.p.a. di dotarsi di una struttura multicompartimentale⁸⁴. Si passeranno in rassegna i summenzionati fattori caratteristici per verificare se ed in che misura siano effettivamente tali.

Il requisito della raccolta del patrimonio mediante emissione di azioni o quote non pare assolutamente qualificante: si tratta, infatti, di un elemento proprio di una qualunque società di capitali di diritto comune.

Quanto alla raccolta del risparmio tra una pluralità di investitori, secondo la corrente interpretazione tale requisito starebbe ad indicare il fatto che all'entità

⁸¹ L. PICARDI, *Commento all'art. 43*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, I, Torino, 2002, p. 390, secondo cui l'autonomia patrimoniale di ciascun portafoglio non sarebbe affatto naturale conseguenza della suddivisione della Sicav (ora anche della Sicaf) in più comparti, in quanto, al contrario, l'unitarietà della persona giuridica e la sua appartenenza alla categoria degli organismi di investimento collettivo a base statutaria si opporrebbero in linea di principio all'indipendenza assoluta dei vari comparti e di qui verrebbe la necessità di introdurre una norma espressa per evitare azioni esecutive dei creditori di un comparto sull'intero patrimonio sociale o sugli altri comparti; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 43*, cit., p. 656; M. G. IOCCA, *Commento agli artt. 43 e 43-bis*, in *Commentario al T.u.f. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012, p. 478.

⁸² M. LA VECCHIA (– S. PALLINI – B. SZEGÖ), *Commento all'art. 43*, cit., p. 338; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 43*, cit., p. 656; L. PICARDI, *Commento all'art. 43*, cit., p. 391.

⁸³ Evidenzia come, nonostante le diverse modifiche alla norma definitoria, via sia tutt'ora un problema di circolarità nelle definizioni, G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 387 ss.

⁸⁴ Si veda, in generale sul punto, P. SFAMENI – M. PENNA, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 209 ss.

(aspirante Oicr) non è vietato raccogliere capitale da una pluralità di investitori in forza del diritto nazionale, delle norme o degli atti costitutivi ovvero di qualsiasi altra disposizione o accordo giuridicamente vincolante: per cui, in sintesi, se l'entità è in grado di raccogliere capitali presso terzi (poiché non si registrano chiari elementi ostativi in tal senso) allora si può presumere che la stessa sia partecipata da una pluralità di soggetti⁸⁵. Tuttavia, si è correttamente osservato come né l'elemento della raccolta del "risparmio" né l'elemento della raccolta "presso una pluralità di investitori" siano elementi realmente tipizzanti l'attività degli Oicr.

L'elemento della raccolta del "risparmio" è difatti comune a qualsiasi società quotata. Inoltre, la portata descrittiva di tale elemento della fattispecie rischia oltretutto di essere alquanto evanescente, finendo per sconfinare nell'area delle soggettive ed imperscrutabili motivazioni che inducono i soggetti gestiti ad affidare parte del loro patrimonio al gestore; di talché esso finirebbe inevitabilmente per essere dato come presupposto e implicito in ogni decisione di affidamento gestorio⁸⁶.

Nemmeno il requisito della pluralità di investitori riesce poi a meglio perimetrare la fattispecie degli Oicr: da un lato, essendo sufficiente la semplice possibilità di raccogliere il risparmio presso una pluralità di investitori, tale requisito non verrebbe meno laddove, nel caso concreto, l'investitore sia anche una solo⁸⁷; dall'altro, si tratta comunque pur sempre, a ben vedere, di un aspetto connotante anche una società quotata o, in generale, una società emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante regolata dal diritto comune⁸⁸.

⁸⁵ Così F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, p. 24 s.; R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal tuf*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 400 s.

⁸⁶ P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., p. 459.

⁸⁷ Non ci si riferisce all'ipotesi, dalle Linee Guida Esma equiparata all'effettiva raccolta del risparmio presso una pluralità di investitori, in cui «l'unico investitore: (a) investe capitale che è stato raccolto da una o più persone giuridiche o fisiche con lo scopo di investirlo a beneficio di dette persone; e (b) rappresenta un accordo o una struttura che in totale abbia più di un investitore ai sensi della direttiva GEFIA». Ci si riferisce invece a quanto osservato da autorevole dottrina (F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 25 s., testo e nt. 76), secondo cui il requisito in discorso manca se l'entità venisse istituita al fine di soddisfare dichiaratamente le esigenze di investimento di un unico investitore, o che precludesse la partecipazione a più di un soggetto (che non sia uno dei casi appena sopra richiamati); non mancherebbe invece laddove di fatto, in via temporanea e/o per vicende sopravvenute, pur essendo il programma che l'Oicr intende perseguire, quantomeno nel tempo, volto ad assicurare il soddisfacimento di tale requisito, non lo sia nel caso concreto perché, ad esempio, un Oicr chiuso fa un'emissione iniziale di quote che vengono sottoscritte da un unico investitore (salvo poi raccogliere capitali, in una successiva fase, anche presso altri soggetti), oppure nel caso di un Oicr che, pur potendo documentare di aver effettivamente ricercato capitali presso una pluralità di soggetti, alla fine trovi un unico investitore disponibile a perfezionare l'investimento.

⁸⁸ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 26; P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., p. 462, secondo cui «potrebbe oggi doversi propendere, in

Nemmeno la «gestione in monte» si presenta come un elemento tipizzante. Tradizionalmente, si dice che la gestione in monte consiste nella gestione svolta per conto di una collettività di investitori, unitariamente considerati; ciò al principale fine di distinguerla dalla gestione individuale (soggetta come tale alla differente disciplina dei servizi d'investimento)⁸⁹. Ebbene, ancora una volta, qualunque società di diritto comune (nemmeno necessariamente quotata) si basa su un meccanismo di raccolta di finanziamenti anche tra più persone per poi gestire le risorse così accumulate come un sol tutto (in monte, appunto)⁹⁰. Non vi è mai nelle società di diritto comune una gestione individuale dei singoli conferimenti o apporti ricevuti (che nel mondo degli intermediari finanziari viene appunto contrapposta alla gestione in monte).

Il requisito dell'autonomia gestionale⁹¹, come è stato giustamente osservato, è un precipitato della gestione in monte, da un lato, e al contempo un elemento riscontrabile anche nelle società per azioni di diritto comune alla luce della precisa riformulazione dell'art. 2380-*bis* c.c., con il quale la gestione dell'impresa societaria è stata attribuita in via esclusiva all'organo amministrativo senza praticamente più alcun margine d'intervento per gli investitori (nemmeno se azionisti)⁹².

Un tratto più preciso è quello che viene indicato dal legislatore come predeterminazione della politica d'investimento. Dunque, la politica d'investimento consisterebbe nell'identificazione dei criteri che il gestore deve seguire per l'attività di investimento⁹³. Inoltre, tale politica d'investimento deve essere “predeterminata”, il che significa che questo sotto-tipo di società per azioni agirebbe secondo un programma che deve necessariamente essere determinato prima o contestualmente al perfezionarsi dell'operazione di investimento da parte dell'investitore, rendendolo così conoscibile in anticipo ai potenziali investitori; i quali, in questo modo, sarebbero consci in anticipo esattamente del genere di rischio che vanno ad assumersi. Non solo: la politica

relazione a tutte le tipologie di Oicr, per una ricostruzione quanto mai lata della modalità di raccolta da assumere come qualificante del fenomeno, in sostanza venendo essa a coincidere col mero dato oggettivo riscontrabile in una pluralità di investitori, a prescindere quindi dal loro *status* o dalle modalità con cui sia avvenuto il contatto».

⁸⁹ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 38 s.; P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., p. 456 s.

⁹⁰ P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., p. 463.

⁹¹ Su cui si veda P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., p. 457 s.

⁹² F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 41 e p. 43 nt. 101, dove l'Autore osserva che «il requisito dell'autonomia può reagire, e contribuire a meglio precisare, gli ambiti di operatività della norma di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c., con riguardo alle possibili competenze gestorie dell'assemblea, ma non sembra idoneo ad assurgere ad elemento decisivo».

⁹³ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 30; R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 402.

d'investimento sarebbe vincolante, nel senso che l'Oicr (tra cui, appunto, le Sicav e le Sicaf) ha per legge l'obbligo nei confronti degli investitori di seguire la politica d'investimento⁹⁴.

Forse però nemmeno l'elemento della predeterminazione della politica di investimento può essere esasperato a tal punto da ritenerlo elemento connotante l'attività tipica degli Oicr. Difatti, da un lato può supporre che, anche nel mondo dei mercati finanziari, è necessaria una certa elasticità per reagire all'evoluzione dei mercati ed in genere degli accadimenti. In questo senso, la predeterminazione della politica non può essere intesa in senso eccessivamente restrittivo⁹⁵. D'altra parte, poi, una predeterminazione del programma di attività è riscontrabile anche nelle società di diritto comune: sia nel senso che qualunque società minimamente organizzata sul piano aziendale (specie poi se fa appello al pubblico risparmio) userà predisporre dei piani industriali, finanziari e commerciali normalmente riguardanti un orizzonte temporale almeno triennale⁹⁶; sia poi nel senso che quell'esigenza di rendere conoscibile a priori agli investitori come verranno impiegati i loro apporti in realtà pare essere soddisfatta dalla necessaria indicazione, a pena di nullità della società ai sensi dell'art. 2332 c.c., dell'oggetto sociale (malgrado l'abitudine nella pratica di stilare statuti che recano oggetti sociali estremamente vasti se non generici).

Quel che allora pare l'elemento veramente tipizzante l'attività delle Sicav e delle Sicaf, perciò, pare potersi rinvenire nel fatto che esse svolgono un'attività di investimento di natura latamente finanziaria. O, per esclusione, non svolgono un'attività riconducibile a quelle industriali, commerciali (servizi del terziario) o agricole. Non è tuttavia affatto semplice definire il perimetro dell'attività *finanziaria*⁹⁷. Non sono

⁹⁴ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 29.

⁹⁵ D'altronde, in dottrina si è osservato come il requisito in discorso non imponga certo di rendere immodificabile il programma di investimento, che potrà quindi essere adattato alle nuove evenienze: così F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 28.

⁹⁶ Cfr. infatti quanto osserva F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 28, il quale ipotizza il caso di una società per azioni che modifichi il proprio oggetto sociale, muovendo da una formulazione generica della propria attività – quale riflessa appunto nell'oggetto sociale – verso una formulazione più precisa, che contenga gli elementi richiesti dalla nozione generale di Oicr; nel quale caso tuttavia – evidenzia l'Autore – sarebbe necessario interrogarsi sulle modalità con le quali viene svolta, a partire da quel momento l'attività, giacché, qualora la stessa si orienti in prospettiva futura in direzioni tali da integrare gli altri elementi richiesti dalla definizione di Oicr, lo schema dovrà allora sottoporsi alla disciplina delle attività riservate: tale potrebbe essere il caso in cui, ad esempio, alla modifica dell'oggetto sociale non si accompagni anche una chiara ed espressa limitazione dell'attività di ulteriore raccolta di risparmio nei confronti di una pluralità di soggetti, diversi dagli originari investitori.

⁹⁷ Per quanto riguarda l'investimento in beni mobili per cui esiste un mercato almeno semestrale, si veda M. LUBRANO, *Commento all'art. 37*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, cit., p. 338, secondo cui le tre condizioni poste dal regolatore (configurabilità di un mercato,

determinanti a tal fine le indicazioni contenute nelle Linee Guida dell'Esma: la definizione è viziata da circolarità e comunque le attività ivi indicate come *commerciali* (ossia, vendita o scambio di beni e merci, ovvero la produzione di beni o la costruzione di proprietà) si riscontrano *pacificamente* in vari settori della gestione collettiva del risparmio: si pensi ad esempio alle società d'investimento ovvero ai fondi di tipo immobiliare, ma anche a quelli che investono in beni mobili per i quali esiste un mercato⁹⁸. Quando poi il patrimonio è investito in partecipazioni societarie, si pone un problema di distinzione delle entità che, svolgendo attività qualificabile come «gestione collettiva del risparmio», sono qualificabili come Oicr, dalle entità che al contrario restano fuori da tale fattispecie in quanto semplici «società di partecipazione finanziaria»⁹⁹.

certezza dei valori e periodicità almeno semestrale della rilevazione) sono coesenziali, risultando altrimenti troppo incerto e troppo volatile il controvalore. L'Autore, però, osserva come l'uso del termine «mercato» (non necessariamente «regolamentato») sia di per sé ambiguo se non privo di univoco significato giuridico e come l'assenza di indicatori sui modi ed i soggetti che debbano garantire la certezza e la rilevazione periodica del valore aprano il varco a incertezze colmabili solo in via di prassi.

⁹⁸ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 19. Si segnala da più parte in dottrina una sempre maggior apertura delle attività cui possono essere dedicati gli Oicr (siano essi fondi d'investimento ovvero Sicav e Sicaf) verso esercizi di carattere propriamente, e tradizionalmente, imprenditoriale; si veda in argomento P. GIUDICI, voce *Società di gestione del risparmio*, in *Enc. dir.*, *Annali*, IV, Milano, 2011, p. 1103; M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf. Profili societari*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2016, p. 643, ad opinione della quale «[s]i assiste così ad una mutazione generica della gestione collettiva del risparmio, da un modello gestorio ad un modello imprenditoriale, capace di incrementare il patrimonio gestito e la sua redditività facendo ricorso alla leva finanziaria»; P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., p. 458, testo e nt. 26, dove l'Autore parla, in riferimento alle attività immobiliari, di un «fenomeno di “mutazione genetica” che oggi può osservarsi nella gestione collettiva» poiché si assisterebbe «in tal caso, ad un progressivo slittamento dell'attività ad essi imputabile da una meramente gestoria (...) ad una propriamente imprenditoriale» e quindi constata che «[d]a un punto di vista operativo l'accresciuta capacità del fondo di assumere su di sé posizioni debitorie destinate a “finanziare” il “suo” programma di investimento contribuisce oggi a rendere ricostruibile e imputabile in capo allo stesso un'autonoma attività. Limitarsi a considerare oggi il fondo (perlomeno sempre e necessariamente) come un mero patrimonio oggetto passivo di gestione da parte di un diverso soggetto professionale (la Sgr) pare dunque riduttivo; e il limite di questo approccio analitico emerge massimamente ove si abbia riguardo alla tipologia immobiliare dei fondi. Per un verso, il programma di “investimento” di questa tipologia di fondi non può affatto descriversi come limitato ad una sequenza di meri atti d'investimento/disinvestimento in/di beni patrimoniali; al contrario, tale programma si sostanzia (perlomeno nella generalità dei casi) in una serie di atti di varia natura, finalizzati sì ad investire e disinvestire, ma anche a gestire, valorizzare, sviluppare (fermo il divieto generale di “costruire”) una categoria complessa di beni (beni immobili) e per far ciò il fondo (e per lui, come soggetto agente, la Sgr) deve necessariamente entrare in contatto e relazionarsi negozialmente con una vasta platea di soggetti (...). Tutto ciò porta a delineare in capo al fondo – quale autonomo centro di imputazione di quei rapporti – un'attività imprenditoriale autonomamente ad esso riferibile, con tutto ciò che può conseguirne». Si parla in generale di “sbiadimento” della connotazione prettamente finanziaria (e speculativa) dell'attività di gestione collettiva del risparmio.

⁹⁹ La società di partecipazione finanziaria è definita dall'art. 32-*quater*, comma 2, lett. d), T.u.f. come «società che detengono partecipazioni in una o più imprese, con lo scopo di realizzare strategie imprenditoriali per contribuire all'aumento del valore nel lungo termine delle stesse, attraverso l'esercizio del controllo dell'influenza notevole o dei diritti derivanti da partecipazioni e che: 1) operano per proprio conto e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione Europea; oppure 2) non sono costituite con lo scopo principale di generare utili per i propri investitori mediante

Può perciò con ogni probabilità concludersi che se una società per azioni non svolge attività “operativa”, comportandosi come un mero investitore (appunto, un investitore istituzionale), allora la legge le consente di dotarsi di una struttura multicompartimentale.

Occorre ora procedere nell’analisi di come si atteggi la compartimentazione in discorso.

Per prima cosa, deve rilevarsi che si tratta di una compartimentazione esterna: ciascun comparto è separato ed autonomo dall’altro; il che significa, come specificato dal legislatore, che i creditori relativi ad un ramo di attività avranno una garanzia patrimoniale circoscritta ai beni compresi nel singolo comparto a tale ramo dedicato¹⁰⁰.

Oltre alla compartimentazione esterna, le Sicav e le Sicaf multicomparto realizzano anche una compartimentazione interna: come si vedrà più in dettaglio nei successivi due paragrafi, gli investitori in un determinato settore non solo hanno diritti patrimoniali correlati all’andamento del settore in cui hanno investito, ma – e in ciò sta la differenza rispetto alla compartimentazione meramente interna vista nella precedente

disinvestimenti delle partecipazioni nelle società controllate, sottoposte a influenza notevole o partecipate, come comprovato dal loro bilancio e da altri documenti societari». Sulla ricostruzione di questa fattispecie, con cui non si capisce se il legislatore abbia inteso fare riferimento alla tradizionale *holding* finanziaria o meno, si veda P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., p. 467. È in ogni caso evidente che ai fini di questa definizione rileveranno gli intenti di lucro eventualmente generati dai disinvestimenti rispetto a società controllate o partecipate, come pure l’intenzione di porre in essere alcuni piani aziendali a termine, volti ad incrementare il valore delle partecipazioni nell’ambito di sinergie imprenditoriali in orizzonti di lungo periodo e comportanti dunque l’intervento ed il voto in assemblee ordinarie, straordinarie o speciali, ossia, più in generale, l’esercizio di diritti sociali; mentre al contrario non ricadrebbero nella sfera d’interesse della normativa (non costituendo né società di partecipazione finanziaria né società d’investimento) le mere immobilizzazioni finanziarie in bilancio ovvero le plusvalenze realizzate con riguardo ad azioni, quote di partecipazioni in società od enti, deducibili rispetto all’imponibile fiscale in presenza di determinati requisiti: questa la tesi, condivisibile, di M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 645.

¹⁰⁰ L. PICARDI, *Commento all’art. 43*, cit., p. 391; M. G. IOCCA, voce *Sicav*, cit., p. 767. Per lungo tempo si è reputato di scarso interesse la circostanza che una società d’investimento potesse limitare la propria responsabilità nei confronti dei creditori settoriali: si evidenziava infatti come la stessa fosse in genere priva, quasi strutturalmente, di creditori sociali. L’opinione si fondava sul fatto che le Sicav (la sola forma di società d’investimento ammessa in Italia fino al 2014), essendo Oicr aperti, potevano per legge impiegare le proprie risorse – come detto sopra – solo in investimenti liquidi; quindi, tipicamente, in strumenti finanziari quotati. In un simile contesto, è del tutto evidente che la società avrà rare occasioni di assumere vere e proprie obbligazioni commerciali (rispetto alle quali può allora sorgere un interesse a limitare la propria responsabilità ad un comparto aziendale circoscritto). Oggi tuttavia, come si è visto poco sopra, la situazione è cambiata: per un verso, infatti, sono state introdotte le Sicaf, le quali, rappresentando una specie di Oicr chiuso, possono dedicarsi ad investimenti non liquidi e perciò suscettibili di generare obbligazioni “commerciali”; per altro verso, e al contempo, il surriferito sbiadimento della dimensione “speculativa” dell’attività oggetto di riserva, con progressivo allargamento verso attività sempre più propriamente imprenditoriali, rende senz’altro le Sicaf attrici in imprese nel corso delle quali possono sorgere obbligazioni (quasi) al pari di qualunque società commerciale. Per queste ragioni, oggi merita di essere osservato con maggior attenzione l’istituto delle Sicaf, specie – appunto – per la possibilità loro riconosciuta di svolgere attività (quasi) propriamente imprenditoriali in regime di limitazione di responsabilità verso i creditori sociali.

sezione – una volta che il diritto patrimoniale dell’investitore dovesse cristallizzarsi e divenire un diritto di credito perfetto (nell’ammontare determinato dagli effetti della correlazione), allora la garanzia patrimoniale su cui potrà far valere tale diritto coinciderà necessariamente con i beni ricompresi nel comparto dedicato al settore di investimento.

Si può dunque notare che ciascun comparto riproduce esattamente le stesse caratteristiche di un patrimonio di una società monocompartimentale: vi è una limitazione di responsabilità operante tanto per i creditori quanto per gli investitori, e i diritti patrimoniali di questi ultimi, quando esposti al rischio di impresa (come tipicamente nel caso degli azionisti), sono “puramente” correlati – per riprendere la terminologia impiegata nella precedente sezione – all’andamento di un settore.

Un problema particolare che allora si pone per le Sicav e le Sicaf multicomparto è, infine, se possa dirsi che il capitale sociale sia unico¹⁰¹, stante l’unicità della società, oppure sia anch’esso frazionato in tanti distinti capitali sociali quanti sono i comparti creati dalla società. Come sopra visto, i diritti patrimoniali vantati dagli azionisti di ciascun comparto non solo si trovano in condizione di correlazione pura al settore cui il comparto è dedicato (come potrebbero essere delle azioni correlate di diritto comune), ma costituendo ciascun comparto un patrimonio autonomo sembra perfino impedita ogni trasmissione delle eventuali perdite da un compendio all’altro. Verrebbe perciò da supporre che non vi siano i presupposti tecnici per ritenere il capitale sociale unico, visto che in alcun modo gli esiti di un comparto, quand’anche vadano ad incidere sul capitale ad esso dedicato, possono riversarsi sugli altri comparti.

Per verificare questa conclusione bisogna però indagare come si declini la disciplina dei requisiti patrimoniali minimi obbligatori prevista dalla normativa primaria e secondaria per questo sotto-tipo di società. Dalla precisazione di questo aspetto si trarranno poi le dovute conseguenze.

A norma dell’art. 35-*bis*, comma 1, lett. c), T.u.f., l’autorizzazione di una s.p.a. a svolgere attività come Sicav o Sicaf è subordinata, tra l’altro, al fatto che il capitale iniziale minimo sia quello stabilito dalla Banca d’Italia.

¹⁰¹ Così E. ZAMPELLA, *Commento all’art. 45*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, I, Torino, 2002, p. 403; M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 663. Così pare anche M. LA VECCHIA – S. PALLINI – B. SZEGÖ, *Commento all’art. 43*, cit., p. 339, secondo cui la Sicav multicomparto si configura come un insieme di patrimoni autonomi e distinti e la sommatoria dei patrimoni netti dei comparti ne costituisce il capitale.

Il problema interpretativo che si pone per le Sicav e le Sicaf multicomparto, posto che non vi è una disposizione normativa espressa in proposito (e che forse sarebbe invece necessaria), è se tali requisiti patrimoniali minimi debbano essere soddisfatti da ciascun comparto autonomo, oppure dalla sommatoria di tutti i comparti. La soluzione del problema non è di poco momento: infatti, a norma dell'art. 35-*octies*, comma 1, secondo periodo, T.u.f. per le Sicav costituisce causa di scioglimento la riduzione del capitale sociale al di sotto di detti valori minimi per sessanta giorni; dunque, riferire i requisiti patrimoniali minimi alla somma dei comparti significa rendere ciascuno di essi permeabile ai risultati negativi degli altri¹⁰²; per converso, riferire detti requisiti a ciascun comparto significa renderli reciprocamente insensibili.

Ebbene, la dottrina pressoché unanime ritiene che i requisiti patrimoniali debbano essere calcolati sommando i patrimoni dei vari comparti¹⁰³.

Tuttavia, giacché riduzione del capitale sociale al di sotto della soglia minima comporta lo scioglimento e la liquidazione della società, potrebbe ritenersi non coerente con la logica della compartimentazione e dell'autonomia patrimoniale dei singoli compendi far dipendere dalle perdite magari di un solo comparto la liquidazione di tutti gli altri¹⁰⁴, specie in ipotesi in cui questi ultimi non abbiano problemi di sorta in termini di patrimonializzazione (ma il cui capitale, evidentemente, non sia sufficientemente elevato da consentire di compensare le perdite di quello in perdita). In questa

¹⁰² Si noti oltretutto come, giacché i requisiti di capitale sociale minimo, imposti dall'art. 35-*bis*, comma 1, lett. c), T.u.f., definiscono un certo valore di patrimonio netto *positivo*, in teoria la trasmissione delle perdite da un comparto all'altro non richiederebbe nemmeno la totale erosione del capitale sociale riferibile ad un certo settore. Mentre nel caso delle azioni correlate le perdite si trasmettono (in ipotesi di correlazione pura) solo dopo che il capitale sociale riferibile ad uno specifico settore di correlazione è stato del tutto eroso, nel caso delle Sicav e delle Sicaf, se si accoglie la ricostruzione che vuole il capitale sociale unitariamente considerato, gli azionisti di un comparto potrebbero trovarsi a subire l'andamento negativo di un altro comparto in un momento in cui tuttavia questo si trova ancora in situazione di patrimonio netto positivo. V'è peraltro da dire che analoga situazione potrebbe ben verificarsi anche nelle società di diritto comune con azioni correlate: difatti, laddove le perdite che impattano su un determinato settore erodano il capitale sociale ad esso riferibile in misura tale da portare *nel complesso* il capitale sociale al di sotto della soglia minima legale, allora anche in tal caso le perdite di un settore potranno determinare lo scioglimento della società quando ancora il patrimonio netto di tutti i comparti (compreso quello che ha riportato le perdite) presenta un saldo positivo.

¹⁰³ S. PALLINI (- R. MILETTI), *Commento all'art. 45*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 347; M. GHISALBERTI - B. NAVARRA, *Commento all'art. 43*, cit., p. 657; M. G. IOCCA, *Commento all'art. 45*, in *Commentario al T.u.f. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, cit., p. 484. A questo orientamento pare aderire anche E. ZAMPELLA, *Commento all'art. 45*, cit., p. 403. In questo senso viene interpretata anche la corrispondente previsione di diritto lussemburghese: si veda C. KREMER - I. LEBBE, *Collective investment schemes in Luxembourg - law and practice*, 2nd ed., Oxford University Press, 2014, p. 60.

¹⁰⁴ Questa è invece la tesi di M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 663, secondo cui «il singolo comparto influirà sull'intero veicolo in costanza di liquidazione, momento in corrispondenza del quale la liquidazione della parte comporterà ineluttabilmente la liquidazione della Sicaf».

prospettiva, sembra più appagante la diversa soluzione di imporre individualmente ai singoli comparti il rispetto dei requisiti patrimoniali minimi¹⁰⁵.

Una soluzione intermedia potrebbe consistere nel rimettere alla singola Sicav o Sicaf la scelta tra due opzioni: *cumulare* i valori del capitale sociale dei diversi comparti per raggiungere (più agevolmente) la cifra minima richiesta, così però collegandone le sorti; oppure dotare *ciascun* comparto di un capitale sociale non inferiore al minimo genericamente richiesto, così da circoscrivere ad esso solo le conseguenze (anche in termini di liquidazione) delle eventuali perdite riportate nello svolgimento dell'attività cui è dedicato.

A seconda della soluzione (tra quelle prospettate) cui si aderisce, potrà dirsi che una Sicav o Sicaf multicomparto abbiano un unico capitale sociale (nel caso di condivisione degli esiti negativi dell'impresa di settore), oppure tanti capitali sociali quanti sono i comparti (nel caso in cui ciascun comparto resti autonomo anche in presenza di perdite di capitale).

Un ultimo problema che si deve affrontare quando si tratta di Sicav e Sicaf multicompartimentali è su quale comparto patrimoniale gravi la responsabilità per obbligazioni scaturenti da fatti illeciti.

Due sono le soluzioni astrattamente ipotizzabili. La prima è ritenere che la separazione patrimoniale sia perfetta anche nei confronti di questo tipo di creditori, per cui, occorrerebbe stabilire nel contesto di quale ramo di attività è stato commesso l'illecito per circoscrivere al comparto ad esso dedicato la garanzia patrimoniale di tale obbligazione¹⁰⁶. La seconda è al contrario ritenere applicabile analogicamente la disposizione stabilita per le società di diritto comune che costituiscono un patrimonio destinato a norma degli artt. 2447-*bis* ss. c.c.¹⁰⁷ e quindi ravvisare la garanzia

¹⁰⁵ Una conclusione del genere sarebbe invero anche più appagante sotto il profilo sistematico: le Sicav e le Sicaf sono infatti due Oicr al pari dei fondi d'investimento, i quali – a parte quanto si dirà nella prossima sezione a riguardo della loro qualificazione giuridica – sono autonomamente soggetti alle procedure liquidatorie in caso di deficit patrimoniale. In un'ottica generale, ed anticipando quanto si dirà in conclusione del presente capitolo, dovrebbe leggersi in questo sistema una scelta di superare l'impostazione strettamente soggettivistica delle crisi d'impresa (per le quali, come noto, ad entrare in crisi è un *imprenditore*) a favore di un'opzione di marca invece squisitamente oggettivistica (per cui la procedura concorsuale o liquidatoria investe un *patrimonio* dedicato ad un'impresa in crisi, con salvezza però degli eventuali ulteriori patrimoni separati, pur appartenenti al medesimo imprenditore, ma dedicati ad attività con presentano risultati economici positivi).

¹⁰⁶ Non è chiaro se possa ricondursi a questa linea di pensiero M. LA VECCHIA (– S. PALLINI – B. SZEGÖ), *Commento all'art. 43*, cit., p. 339, ad opinione del quale l'onere di eventuali errori o spese giudiziarie gravi solo sul comparto/patrimonio autonomo interessato, lasciando indenni quelli non coinvolti nelle singole vicende.

¹⁰⁷ Ci si riferisce, in particolare, all'art. 2447-*quinquies*, comma 3, secondo periodo, c.c.

patrimoniale per questo genere di creditori nell'insieme di tutti i comparti della medesima Sicav o Sicaf. La soluzione non è semplice. Da un lato, infatti, nella norma da ultimo citata potrebbe leggersi un principio di ordine generale dotato di capacità espansiva anche alle fattispecie qui in esame (la cui disciplina, come detto in apertura della sezione, deve essere integrata con le disposizioni di diritto societario comune). Dall'altro, però, potrebbe opinarsi che, nella creazione dell'istituto dei patrimoni destinati a specifici affari, il legislatore ha *evidentemente* supposto – come si avrà modo di osservare nella quarta sezione del presente capitolo – la presenza di un patrimonio *generale* della società contrapposto al più modesto compendio destinato ad uno specifico affare; in quest'ottica, potrebbe allora spiegarsi la norma in commento come norma speciale (e quindi insuscettibile di applicazione analogica) introdotta per evitare che i creditori il cui diritto trova titolo in fatti illeciti commessi nella conduzione dello specifico affare si trovino a beneficiare di una garanzia patrimoniale che, nel pensiero del legislatore, sarebbe tendenzialmente modesta (almeno rispetto al patrimonio “generale” della società).

Forse quest'ultima è la più persuasiva ricostruzione dell'origine, e quindi della portata, dell'art. 2447-*quinquies*, comma 3, secondo periodo: sia perché sembra più coerente con quanto si vedrà oltre in proposito di fondi comuni di investimento, sia perché detta disposizione pare davvero trovare giustificazione nelle maggiori restrizioni cui, teoricamente, è soggetto il ricorso all'istituto dei patrimoni destinati di diritto societario comune.

Se ciò è corretto e condivisibile, può allora ipotizzarsi che la soluzione da adottare, in assenza di espresse disposizioni in argomento, consiste nel contenere la responsabilità patrimoniale per fatti illeciti entro il comparto patrimoniale dedicato al ramo d'impresa nel cui contesto è stato commesso l'illecito.

2.2. *Le azioni emesse sui comparti delle Sicav e delle Sicaf multicomparto.*

Le azioni emesse da Sicav e Sicaf attribuiscono dei diritti patrimoniali correlati all'andamento del settore¹⁰⁸. Ciò significa che, come visto sopra (e nei limiti di quanto precisato), sono assolutamente insensibili all'andamento della società negli altri settori

¹⁰⁸ È stato evidenziato in dottrina come le Sicav multicomparto abbiano costituito nell'esperienza italiana il protomodello per le azioni correlate: così P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: le alphabet stock, cit., p. 822; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 16.

di attività¹⁰⁹. Vi è solamente un concorso, secondo i criteri di ripartizione stabiliti in statuto, alle spese generali della società (così artt. 35-*quater*, comma 6, lett. c, e 35-*quinqüies*, comma 4, lett. c, T.u.f.).

I diritti patrimoniali che attribuiscono Sicav e Sicaf sono innanzitutto il diritto alla liquidazione delle azioni in corso della vita della società (nelle Sicav) o alla sua scadenza (ciò sia nelle Sicav che nelle Sicaf)¹¹⁰. Vi può poi essere, laddove lo statuto lo ammetta, il diritto alla distribuzione periodica di proventi¹¹¹: in dottrina si è evidenziato come essi si distinguano dai “dividendi” per il fatto di non presupporre un “utile” connesso ad un incremento del patrimonio risultante dalla chiusura periodica e di poter perciò essere distribuiti anche quando il valore della partecipazione azionaria risulti ridotto a causa dell’andamento negativo dell’investimento, rappresentando infatti piuttosto una distribuzione di parte del patrimonio attuata mediante rimborso della partecipazione azionaria¹¹².

Più in particolare, nelle Sicav la variabilità del capitale e soprattutto la sua coincidenza con il patrimonio netto¹¹³ fanno sì che non trovino applicazione, perché prive di senso in simile contesto, né le norme sul bilancio (che va quindi redatto non già con i criteri fissati dal codice civile, bensì secondo i criteri speciali fissati dagli organi di

¹⁰⁹ In tema di Sicav, così M. LA VECCHIA (– S. PALLINI – B. SZEGÖ), *Commento all’art. 43*, cit., p. 339, secondo cui «la SICAV multicomparto si presenta come una società per azioni il cui capitale è rappresentato da azioni diverse (per serie o impropriamente per categorie), aventi ciascuna un valore corrispondente a quello del patrimonio autonomo rappresentato»; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all’art. 43*, cit., p. 657; L. PICARDI, *Commento all’art. 43*, cit., p. 391. Un tanto è stato evidenziato in dottrina per rimarcare la differenza rispetto alle azioni correlate di cui all’art. 2350, commi 2 e 3, c.c. emesse dalle società per azioni di diritto comune: U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 17; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 126 s. e p. 143.

¹¹⁰ P. MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 737.

¹¹¹ P. MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 737.

¹¹² P. MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 735; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato*, diretto a P. Rescigno, 16*, a cura di M. Cavanna, A. Bertolotti, Torino, 2008, p. 66 nt. 303; E. ZAMPELLA, *Commento all’art. 45*, cit., p. 398 s.; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all’art. 45*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, cit., p. 667, i quali sottolineano come l’autonomia statutaria sia lasciata libera dal legislatore di stabilire i criteri di determinazione e distribuzione dei proventi e teoricamente si possano ipotizzare: a) l’obbligo di reinvestire i proventi maturati (Sicav ad accumulazione); b) l’obbligo di addivenire alla loro distribuzione (c.d. Sicav di distribuzione); la facoltà di scegliere tra reinvestimento e distribuzione degli stessi (c.d. Sicav mista).

¹¹³ In argomento si vedano P. MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 733 s., il quale sottolinea come la coincidenza tra capitale e patrimonio netto sia resa possibile dal principio della variabilità del capitale, ma non ne rappresenta un corollario posto che, ad esempio, anche le società cooperative hanno capitale variabile pur non coincidendo questo con il patrimonio netto; S. PALLINI (– R. MILETTI), *Commento all’art. 45*, cit., p. 344; R. LENER, voce *Sicav (società di investimento a capitale variabile)*, in *Digesto delle discipline privatistiche – sezione commerciale – sezione commerciale aggiornamento**, Torino, 2000, p. 639; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all’art. 45*, cit., p. 663 s.; E. ZAMPELLA, *Commento all’art. 45*, cit., p. 396; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 62; M. G. IOCCA, voce *Sicav*, cit., p. 765 s.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11 ed., Torino, 2018, p. 210.

vigilanza), né quelle sul capitale sociale; sicché, come si è diffusamente evidenziato, non trovano spazio i concetti di utile e perdita, posto che le componenti attive e passive, come i profitti e le perdite di gestione, vengono in via continuativa imputate al patrimonio¹¹⁴.

Nelle Sicaf, invece, la fissità del capitale fa sì che si applichino tanto le norme comuni sul capitale sociale¹¹⁵ quanto quelle codicistiche sulla redazione del bilancio; ne consegue pertanto che qui vi è teoricamente spazio per le nozioni di utile e perdita. Tuttavia, deve ritenersi possibile anche per le Sicaf la distribuzione delle risorse della società in mancanza di “utili” in senso tecnico oppure anche in presenza di perdite pregresse non reintegrate.

La successiva questione da porre è se la società possa emettere categorie diverse di azioni.

Una prima risposta al quesito parrebbe fornita dai succitati artt. 35-*quater*, comma 6, lett. c, e 35-*quinquies*, comma 4, lett. c, T.u.f., a norma di entrambi i quali le Sicav e le Sicaf possono, come detto, costituire più comparti «per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni». La dottrina è tuttavia pressoché unanime nell’osservare che, in questo caso, il termine “categoria” è stato usato impropriamente dal legislatore: più precisamente, su ogni comparto verranno emesse semplicemente “serie diversificate” di azioni, ciascuna delle quali di per sé non attribuisce diritti *diversi* a livello amministrativo e patrimoniale, ma semplicemente riconosce ai suoi possessori rendimenti economici diversi, sulla base cioè dell’andamento del singolo comparto¹¹⁶.

Trattando allora di categorie di azioni in senso proprio, alle Sicav l’art. 35-*quater*, comma 7, T.u.f., nell’escludere l’applicabilità dell’art. 2348, commi 2 e 3, c.c., preclude in via generale l’emissione di categorie speciali di azioni, in modo da garantire

¹¹⁴ P. MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 733 s.; R. LENER, voce *Sicav*, cit., p. 639 s., il quale sottolinea come, oltre ai concetti di “utile” e “perdita”, nella Sicav non vi sia spazio nemmeno per sovrapprezzo, riserve e fondi disponibili; S. PALLINI (– R. MILETTI), *Commento all’art. 45*, cit., p. 346 s.; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all’art. 45*, cit., p. 667; E. ZAMPELLA, *Commento all’art. 45*, cit., p. 396 ss.; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 66; M. G. IOCCA, voce *Sicav*, cit., p. 766; M. G. IOCCA, *Commento all’art. 45*, cit., p. 483 s.; P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., p. 473; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 210.

¹¹⁵ M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 642 e p. 652 ss., la quale rileva come anche per quanto riguarda i conferimenti debba ritenersi applicabile la disciplina di diritto comune, con la conseguenza che sono ammessi non solo conferimenti in natura ma anche apporti patrimoniali che non richiedono l’emissione di nuove azioni (versamenti in conto capitale).

¹¹⁶ R. MILETTI (– S. PALLINI), *Commento all’art. 45*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, cit., p. 353; E. ZAMPELLA, *Commento all’art. 45*, cit., p. 403; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 71 s., testo e nt. 327; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all’art. 45*, cit., p. 672; M. G. IOCCA, *Commento all’art. 45*, cit., p. 485; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 212.

l'uniformità dell'investimento¹¹⁷. Ne consegue che tutte le azioni, anche quelle appartenenti a differenti "serie" perché riferite a comparti diversi, attribuiscono uguali diritti; la differenza passerà dunque unicamente per il contenuto *concreto* che assumeranno tali diritti alla luce dei risultati conseguiti da ciascun comparto.

Attenta dottrina¹¹⁸ ha fatto peraltro notare come in realtà, a dispetto di quanto sancito dalla normativa di rango primario, la normativa secondaria paia consentire esplicitamente alle Sicav *riservate* l'emissione di azioni di categorie diverse: al Titolo III, Capitolo 1, Sez. II, par. 3, nt. 3, del Regolamento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 sulla gestione collettiva del risparmio, si legge infatti che «[l]o statuto delle SICAV e delle SICAF *non riservate* a investitori professionali, fermo restando la possibilità di creare più comparti di investimento, *non* può prevedere: i) la creazione di categorie di azioni fornite di diritti diversi, anche con riguardo all'incidenza delle perdite» (enfasi aggiunte). Così formulata, la disposizione sembrerebbe in effetti circoscrivere il divieto di emissione di categorie speciali di azioni alle sole Sicav *non riservate*. Si pone allora il problema di capire come raccordare le due previsioni normative: da un lato, difatti, potrebbe ritenersi che in caso di conflitto tra una norma di rango primario ed una norma di rango secondario, quest'ultima debba essere oggetto di un'interpretazione adeguatrice che ne trascuri la parte contrastante con la norma di grado superiore; dall'altro lato, però, potrebbe anche sostenersi che debba essere la norma primaria (e più generale) ad essere oggetto di un'interpretazione che offra un esito sistematicamente coerente. In tale ultimo senso, dovrebbe allora considerarsi che il sistema emergente dalla normativa di rango primario e secondario pare consentire libertà d'azione decisamente maggiori agli Oicr riservati, come si avrà modo di vedere subito oltre. Può allora forse revocarsi in dubbio la portata assoluta del divieto contenuto all'art. 34-*quater*, comma 7, T.u.f. e domandarsi se legislatore e regolatore abbiano inteso, anche con riguardo al tema della struttura finanziaria della Sicav, distinguere la disciplina degli Oicr riservati da quella degli Oicr non riservati ad investitori professionali. Se così fosse, potrebbe allora ritenersi che il succitato art. 35-*quater*, comma 7, T.u.f., nell'escludere l'applicabilità alle Sicav dell'art. 2348, commi 2 e 3, c.c., debba interpretarsi nel senso meglio precisato dal Regolamento Oicr della Banca d'Italia, per cui alle Sicav riservate ad investitori professionali è consentita

¹¹⁷ M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 69; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 45*, cit., p. 670.

¹¹⁸ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 158 nt. 293.

l'emissione di differenti categorie di azioni, distinte anche con riguardo alla distribuzione dei proventi nonché all'incidenza delle perdite sui diritti patrimoniali attribuiti.

Quanto invece alle Sicaf, ad esse l'art. 35-*quinquies*, T.u.f. consente di emettere differenti categorie di azioni, ossia azioni fornite di diritti diversi¹¹⁹: tra le norme codicistiche ivi richiamate per escluderne l'applicazione non figura infatti, a differenza delle Sicav, l'art. 2348, commi 2 e 3, c.c. Per tale sotto-tipo è quindi possibile replicare, nella configurazione delle partecipazioni societarie, la stessa varietà esprimibile da una s.p.a. di diritto comune¹²⁰.

Tuttavia, si ripropone qui un problema analogo a quello affrontato poco sopra: il succitato Regolamento OICR della Banca d'Italia, al Titolo III, Capitolo 1, Sez. II, par. 3, nt. 3, pare infatti restringere alle sole Sicaf *riservate* la facoltà di emettere categorie diverse di azioni¹²¹. Varranno allora anche in questo caso le considerazioni sopra svolte: o si ritiene la norma di rango inferiore non conforme a quella di rango superiore e perciò destinata a non trovare applicazione; oppure, alla luce dei suesposti argomenti sistematici, si legge nella disposizione regolamentare una coerente specificazione della più generica norma legislativa valida a meglio perimetrarne la portata.

Alla facoltà riconosciuta alle Sicaf – e, a seconda dell'interpretazione accolta, anche alle Sicav riservate – di emettere differenti categorie di azioni, il legislatore ha posto quale limite il divieto di emettere azioni correlate: l'applicabilità dell'art. 2350, commi 2 e 3, c.c. è infatti esclusa tanto dall'art. 35-*quater*, comma 7, quanto dall'art. 35-*quinquies*, comma 5, T.u.f. Ciò parrebbe significare, in ultima analisi, che l'autonomia statutaria non possa prevedere che la partecipazione ad un comparto di una Sicav o di una Sicaf multicomparto sia permeabile alle perdite riportate da altri comparti¹²². Men che meno, poi, devono ritenersi ammissibili clausole perequative. È

¹¹⁹ M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 650.

¹²⁰ È stato rilevato in dottrina (M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 660 ss.) come la riferita libertà delle Sicaf di comporre variamente le partecipazioni al proprio capitale sociale, attraverso la creazione di categorie di azioni diverse, si porrebbe in discontinuità con il concetto di “gestione in monte” e con le istanze di “uniformità e standardizzazione” sue proprie: ciò in ragione delle differenziazioni importanti che si verrebbero a creare tra gli azionisti in termini di diritti amministrativi e patrimoniali. Tuttavia, la stessa Autrice osserva come la possibilità di emettere categorie diverse di azioni permetta a ciascuna società di rispondere adeguatamente alle differenti necessità degli investitori secondo una logica funzionale alla ripartizione del c.d. *carried interest* (o *performance fee*) tra i soci-gestori.

¹²¹ Così F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 176 nt. 325; seppur in senso dubitativo, così pare anche M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 641.

¹²² Ciò, beninteso, fatto comunque salvo quanto detto sopra a proposito dell'incidenza delle perdite di un comparto sul capitale sociale unitariamente considerato, che se tali da ridurlo al di sotto del minimo legale possono comunque determinare lo scioglimento dell'intera società.

stato ad ogni modo correttamente rilevato in dottrina¹²³ che il divieto di emettere azioni correlate si spiega agevolmente con la circostanza per cui gli artt. 35-*quater* e 35-*quinqüies* T.u.f. prevedono una disciplina specifica riferita a Sicav e Sicaf multicomparto, peraltro ampiamente rimessa all'autonomia statutaria; sicché di alcuna pratica utilità sarebbe rendere applicabile la disciplina di cui all'art. 2350, commi 2 e 3, c.c.

L'ultima questione è se una Sicav o una Sicaf multicomparto possano emettere azioni rappresentative di un investimento pansocietario: ossia, azioni attributive di diritti patrimoniali correlati all'andamento non dei suoi singoli comparti, ma dell'impresa societaria nel suo complesso. L'ipotesi, più in particolare, è quella di una struttura finanziaria composta, *al contempo*, da investitori che partecipano ai rischi e ai risultati dei vari comparti e da investitori che al contrario, per differenziare il rischio, sono titolari di azioni attributive di diritti patrimoniali correlati all'andamento della società unitariamente considerata.

In senso negativo potrebbe deporre la preclusione, anche per le Sicaf, dell'emissione di azioni correlate: si è sopra osservato come queste azioni si caratterizzino per la presenza di un meccanismo compensativo che, per quanto non renda i diritti patrimoniali da esse attribuiti (in mancanza di clausole perequative) sensibili ai risultati economici degli altri settori della medesima società, tuttavia evita la dispersione di liquidità laddove la società, complessivamente considerata, abbia riportato una perdita. Bene, potrebbe supporre che, se non è consentita la sommatoria dei risultati compartimentali ai fini della distribuzione di utili e riserve, a maggior ragione deve ritenersi preclusa la correlazione del contenuto dei diritti patrimoniali attribuiti da azioni di Sicaf (e Sicav) multicomparto all'andamento complessivo della società.

In senso affermativo potrebbero però valorizzarsi i seguenti argomenti: potrebbe forse essere errato accostare la clausola di compensazione propria delle azioni correlate con una clausola che correli i diritti patrimoniali di una categoria di azioni di Sicaf (e Sicav) multicomparto all'andamento complessivo della società, perché, a ben vedere, le due clausole parrebbero rispondere ad obiettivi del tutto differenti: nel senso, cioè, che la clausola di compensazione ha la funzione di impedire drenaggi di liquidità in un momento in cui la società, complessivamente, ha subito perdite. Ha dunque una

¹²³ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 176.

funzione conservativa e precauzionale; funzione, che il legislatore *impedisce* di avere nelle Sicaf (oltreché nelle Sicav) per l'ovvia ragione che, altrimenti, non avrebbe senso l'operazione di settorializzazione dell'investimento. Quel che si vuol dire è che per lo scopo cui rispondono le Sicaf (ossia, gestione collettiva del risparmio) sarebbe stato contraddittorio fornire uno strumento (la compartimentazione patrimoniale) per circoscrivere il proprio investimento, ma poi impedire all'investitore di percepirne le utilità economiche in sede di distribuzione di utili o, ancora peggio, in sede di disinvestimento. In altri termini, avere una clausola del genere significherebbe che, se l'azionista di comparto chiede la liquidazione della partecipazione, la società potrebbe trovarsi costretta a negargliela o a sospenderla in ragione dei risultati negativi conseguiti da settori diversi da quelli in cui ha investito (oltretutto, con separazione patrimoniale perfetta). Ebbene, questo discorso non varrebbe anche nel caso di emissione di azioni correlate all'andamento complessivo della società: simili partecipazioni, infatti, servirebbero unicamente a rendere i diritti patrimoniali *determinabili* con riferimento ad un parametro diverso dal singolo comparto e rappresentato dall'andamento consolidato della società. Ma ciò vorrebbe dire che, se nel momento in cui l'azionista chiede la liquidazione della propria partecipazione la società si trovasse complessivamente in perdita, non gli verrebbe in alcun modo impedito o sospeso il recesso: semplicemente, *a quel momento*, la liquidazione darebbe come risultato il valore delle azioni calcolato sul complessivo andamento della società¹²⁴.

Sembra quindi che possano essere ravvisate due funzioni diverse, rispondenti a logiche differenti e comportanti esiti del tutto differenti. Quella delle azioni rappresentative di un investimento pansocietario, a ben vedere, ci pare allora una soluzione, a differenza della clausola di compensazione, non incoerente con la dinamica degli Oicr multicomparto ma che anzi sembrerebbe rispondere a quell'obiettivo di

¹²⁴ Altro, differente, problema è quello relativo ai comparti su cui graverebbe la liquidazione di simili azioni pansocietarie. Non essendoci infatti un patrimonio unitario, non è immediatamente evidente a quale compendio dovrebbe attingersi per poter rimborsare dette azioni. Sembra perciò ragionevole che lo statuto, nel prevedere al contempo una struttura multicompartimentale e delle azioni pansocietarie, dovrebbe farsi carico di stabilire anche i criteri di ripartizione di tale onere economico tra i vari comparti. Al riguardo, i criteri che parrebbero più ragionevolmente adottabili, anche in via residuale per colmare la lacuna in tema eventualmente lasciata dallo statuto, sono due: o il relativo onere economico si divide tra i vari comparti *in parti uguali*, o la sua ripartizione viene corretta secondo un principio di proporzionalità diretto a distribuire l'esborso tra i compendi in misura differente a seconda della dimensione di ciascuno rispetto all'intero patrimonio sociale. Problema speculare è quello concernente il comparto o i comparti cui dovrebbe destinarsi il conferimento di chi sottoscrive simili azioni. A tale problema, pare che anche la soluzione possa essere speculare a quella appena proposta per il problema della distribuzione del costo del rimborso: la destinazione del conferimento dovrà allora essere stabilita dallo statuto e, in caso di silenzio dello stesso sul punto, potrà ricorrersi ad uno dei due criteri residuali sopra proposti.

attrarre gli investitori offrendo loro i prodotti finanziari più consoni alle propensioni (circostrizione o differenziazione del rischio) di ciascuno.

Per concludere il tema del presente paragrafo e alla luce delle considerazioni sin qui svolte, preme evidenziare come, laddove una società per azioni svolga attività di gestione collettiva del risparmio, la stessa possa dotarsi di una struttura multicompartimentale, con compendi patrimoniali tra loro separati in regime di autonomia perfetta, *su ciascuno dei quali* è possibile emettere liberamente categorie diverse di azioni esattamente come se ciascuno di essi fosse il patrimonio di una s.p.a. monocomparto di diritto comune¹²⁵.

2.3. *Gli altri strumenti finanziari emettibili su ciascun comparto.*

Nel paragrafo precedente si è trattato della parte della struttura finanziaria di una Sicav o di una Sicaf rappresentata dalle azioni.

Si tratta ora di verificare se la struttura finanziaria di tali tipi di società possa essere composta da altro genere di strumenti finanziari attraverso cui vengono raccolte le risorse da destinare alla gestione in monte.

Per quanto riguarda le Sicav, l'art. 35-*quater*, comma 7, T.u.f. esclude l'applicabilità dell'art. 2346, comma 6, c.c. Da ciò la conclusione che le Sicav non possano emettere strumenti finanziari partecipativi e ciò, si dice, per garantire la funzione di garanzia del capitale/patrimonio nei confronti dei soci¹²⁶.

Senonché, come già rilevato sopra a proposito della possibilità per le Sicav di emettere categorie speciali di azioni, pare esserci un'antinomia normativa anche su questo argomento: al Titolo III, Capitolo 1, Sez. II, par. 3, nt. 3, il Regolamento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 sulla gestione collettiva del risparmio prevede che «[l]o statuto delle SICAV e delle SICAF *non riservate* a investitori professionali, fermo restando la possibilità di creare più comparti di investimento, *non può prevedere*: i) la creazione di categorie di azioni fornite di diritti diversi, anche con riguardo all'incidenza delle perdite; ii) la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi» (enfasi aggiunte). Si ripropone, perciò, quello stesso problema sopra affrontato e relativo alla necessità di comporre il contrasto tra normativa primaria e

¹²⁵ Salve solo le – probabilmente marginali – limitazioni quanto alla possibilità di emettere azioni correlate ed azioni a favore dei dipendenti ai sensi dell'art. 2349 c.c.

¹²⁶ M. G. IOCCA, voce *Sicav*, cit., p. 767.

normativa secondaria. Ma esattamente per le ragioni di ordine sistematico sopra esposte, parrebbe essere forse non del tutto peregrino orientarsi nel senso di ritenere che alle Sicav riservate sia consentita l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, destinati appunto ad investitori professionali.

Per quanto riguarda le Sicaf, l'art. 35-*quinquies*, comma 5, T.u.f. non riporta tra le norme inapplicabili a tale sotto-tipo l'art. 2346, comma 6, c.c.¹²⁷. Tuttavia – come per le categorie speciali di azioni – il Regolamento OICR della Banda d'Italia, al citato Titolo III, Capitolo 1, Sez. II, par. 3, nt. 3, sembra circoscrivere la possibilità per le Sicaf di emettere detti strumenti ai solo casi di Sicaf riservate¹²⁸. Coerentemente all'impostazione sin qui seguita, sembra quindi che, a dispetto dalla maggior libertà apparentemente consentita dal legislatore, la facoltà in discorso debba riconoscersi solamente alle Sicaf riservate.

Si tratta ora di verificare quali possano essere i diritti patrimoniali attribuibili dagli strumenti finanziari partecipativi emettibili da Sicaf e dalle Sicav riservate (ove si aderisca all'interpretazione appena prospettata).

Non sembra possa sorgere dubbio sul fatto che attraverso detti strumenti possa essere attribuita una posizione di rischio (o *equity* che dir si voglia). Il problema si pone invece quando ci si sposti verso le posizioni più propriamente creditorie. Gli artt. 35-*quater*, comma 8, e 35-*quinquies*, comma 6, T.u.f. sanciscono infatti espressamente il divieto per Sicav e Sicaf di emettere obbligazioni.

L'interpretazione di questa scelta del legislatore non appare di immediata comprensione. La dottrina che ha commentato la norma ha osservato che in tale divieto dovrebbe cogliersi l'impatto degli Oicr contrattuali sulla disciplina di quelli statutari¹²⁹: se dunque un fondo d'investimento è una struttura tendenzialmente rigida, standardizzata, caratterizzata dalla suddivisione del patrimonio collettivo in quote che non parrebbero costruibili come titoli di debito, alla stessa logica di standardizzazione del rapporto partecipativo dovrebbero rispondere Sicav e Sicaf, cui perciò sarebbe consentita solo l'emissione di azioni rappresentative di comparti, di categorie diverse di

¹²⁷ Secondo M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 650, simile possibilità non si porrebbe in linea con la disciplina europea, dove si farebbe riferimento unicamente all'emissione di «quote od azioni» da parte dei fondi alternativi di investimento, e sarebbe perciò eccentrica rispetto al «modello storicizzato ed unico della gestione collettiva del risparmio».

¹²⁸ Cfr. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 176 nt. 324.

¹²⁹ Si riprenderà oltre, nella prossima sezione, la distinzione tra Oicr contrattuali ed Oicr statutari. Ai fini del presente discorso, basti qui ricordare che per Oicr contrattuali s'intendono i fondi comuni d'investimento gestiti dalle società di gestione del risparmio (Sgr), mentre per Oicr statutari s'intendono gli organismi di gestione collettivi costituiti in forma societaria, ossia Sicav e Sicaf.

azioni o di strumenti finanziari, ma non altre ingiustificate diversificazioni nell'investimento¹³⁰.

Ora, simile divieto sembra più comprensibile per le Sicav; tale sotto-tipo di società, infatti, essendo un Oicr aperto, deve mantenersi in grado di far fronte al rimborso continuo del valore delle azioni in ipotesi di recesso dei soci; questi, allora, rappresentano i «creditori istituzionali» della Sicav. Sicché il suo capitale/patrimonio è chiamato a svolgere una funzione di garanzia *essenzialmente* a favore degli azionisti (non, quindi, di altre categorie di investitori)¹³¹.

Non pare però potersi estendere lo stesso argomento alle Sicaf, le quali rappresentano degli Oicr chiusi e quindi non riportano analoghe necessità. Tanto meno comprensibile risulterebbe poi la norma laddove si aderisse a quella diffusa tesi per cui gli strumenti finanziari partecipativi ben possono attribuire un puro diritto di rimborso e così avere un contenuto, quanto a diritti patrimoniali, del tutto analogo a quello dei titoli obbligazionari. In quest'ultimo caso, difatti, non si capisce per quale ragione l'emissione di strumenti finanziari con il medesimo contenuto (ossia, diritto al rimborso dell'apporto) dovrebbe essere lecita o illecita a seconda che essi attribuiscono o meno anche diritti amministrativi.

Per scongiurare una simile incoerenza occorrerebbe allora intendere la nozione di “strumenti finanziari partecipativi”, almeno in questo contesto, come se identificasse unicamente strumenti rappresentativi di una partecipazione al capitale di rischio. Così, si perverrebbe all'esito interpretativo per cui a Sicav e Sicaf (riservate) è consentito emettere solamente strumenti *di rischio* (sotto forma di azioni o di altri strumenti

¹³⁰ Così F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 178; E. ZAMPELLA, *Commento all'art. 45*, cit., p. 404; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 45*, cit., p. 672.

¹³¹ M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 45*, cit., p. 672; M. G. IOCCA, voce *Sicav*, cit., p. 767. Osserva P. MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 732, che «[i]n una società assoggettata a vigilanza di stabilità, con rigorose norme a tutela del frazionamento del rischio, con vincoli gestionali diretti a limitare entro confini assai ristretti la possibilità stessa di indebitamento, e così lo stesso sorgere di posizioni creditizie di terzi, il ceto dei creditori sui quali si appunta l'attenzione del legislatore viene a coincidere con il ceto dei risparmiatori-soci, potenziali creditori istituzionali in via continua (e non solo a liquidazione compiuta) del rimborso del valore della loro partecipazione. Se la SICAV costituisce uno strumento *tipico* di investimento che si realizza attraverso la partecipazione societaria e da ciò è caratterizzato, è naturale che non sia consentita l'emissione di obbligazioni né di altri titoli che consentano un investimento secondo un modulo diverso da quello della partecipazione al patrimonio ed all'organizzazione della società secondo lo schema tipico del rapporto sociale» (enfasi originali); in senso analogo E. ZAMPELLA, *Commento all'art. 45*, cit., p. 404. Anche M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 63, testo e nt. 290, rileva che, essendo una Sicav un Oicr aperto, l'interesse dei soci ad ottenere la liquidazione delle azioni risulti istituzionalizzato, sicché la loro posizione del socio finisce per coincidere con quella di creditore: «[l]e aspettative dei soci, in quanto creditori, vengono a concentrarsi principalmente sul patrimonio della società – per questo la categoria dei creditori non soci è stata notevolmente ridotta».

finanziari partecipativi), mentre rimane preclusa l'emissione di strumenti finanziari *di debito* (siano essi "pure" obbligazioni, siano essi strumenti finanziari di debito provvisti di diritti amministrativi partecipativi). Per accogliere simile ricostruzione, occorrerebbe evidentemente aderire a quell'orientamento dottrinale minoritario, benché autorevole, che identifica l'elemento dirimente la qualificazione di uno strumento finanziario come "partecipativo" o "non partecipativo" nella sua partecipazione al capitale di rischio piuttosto che di debito, e dunque nel suo essere vettore di diritti patrimoniali aleatori quasi come quelli propri degli azionisti, ovvero di un diritto al rimborso dell'apporto¹³².

Non può tuttavia non considerarsi come larga parte della rimanente dottrina ammetta senza remore che gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. possano avere un contenuto patrimoniale del tutto analogo a quello dei titoli obbligazionari, da cui perciò si distinguerebbero per l'attribuzione altresì di diritti amministrativi "partecipativi" (ossia, non di mero controllo quali quelli riconosciuti all'assemblea degli obbligazionisti)¹³³.

Potrebbe allora ipotizzarsi che, malgrado l'adesione *in via generale* agli orientamenti da ultimo citati, con specifico riguardo alle Sicav ed alle Sicaf i soli strumenti finanziari che possono legittimamente emettersi sono quelli cosiddetti di "quasi-capitale" o "para-azionari".

A ben vedere, la soluzione pare doversi rintracciare nello scopo riconoscibile alle due norme che vietano l'emissione di obbligazioni. Due sono le alternative al riguardo.

Se si condivide (come peraltro parrebbe corretto fare) l'autorevole tesi secondo cui gli strumenti finanziari partecipativi si caratterizzano non per il contenuto dei diritti patrimoniali da essi attribuiti (che potrebbero perciò essere i più vari all'interno dell'*equity-debt continuum*), ma per il fatto di attribuire diritti amministrativi, l'opzione del legislatore potrebbe forse leggersi nel senso di prescrivere che tutti gli investitori debbano avere il diritto di voto e così di partecipazione in qualche modo al governo societario; di qui il divieto di emettere obbligazioni (ossia, titoli privi del diritto di voto)

¹³² Questa la tesi di R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale, I, Torino, 2006, p. 733 s.

¹³³ All'interno di questo orientamento, si distinguono poi gli Autori secondo i quali l'elemento connotante la natura "partecipativa" di uno strumento finanziario andrebbe individuato *esclusivamente* nell'attribuzione di simili diritti amministrativi (così G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 90 s.) e gli Autori secondo i quali, invece, tale elemento andrebbe ravvisato *alternativamente* nell'attribuzione di diritti amministrativi ovvero, anche in loro mancanza, nell'attribuzione di diritti patrimoniali esposti al rischio d'impresa in termini analoghi a quelli degli azionisti (così M. NOTARI (- A. GIANNELLI), *Commento all'art. 2346, comma 6*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, cit., p. 80 ss. e p. 115 ss.).

ma anche l'autorizzazione ad emettere strumenti partecipativi con diritti patrimoniali eventualmente anche del tutto analoghi a quelli forniti da titoli obbligazionari, ma con l'aggiunta di un diritto di voto. Se così fosse risulterebbe però del tutto eccentrica la possibilità per le Sicaf – in ciò distinte rispetto alle Sicav – di emettere azioni di risparmio e, in generale, azioni senza voto o a voto variamente limitato¹³⁴.

Parrebbe allora che per il legislatore non abbia importanza l'attribuzione o meno di diritti amministrativi agli investitori: lo scopo della norma andrebbe invece ricondotto alla volontà di evitare il collocamento di strumenti rappresentativi di posizioni puramente creditorie. Questa soluzione potrebbe essere confortata dalla tesi secondo cui, anche a voler qualificare uno strumento finanziario come "partecipativo" in ragione dei diritti amministrativi che attribuisce, laddove i diritti patrimoniali consistano nel diritto al rimborso, dovrebbe trovare applicazione l'art. 2411, comma 3, c.c. e per suo rinvio i limiti quantitativi all'emissione di cui al successivo art. 2412 c.c.¹³⁵

Tuttavia, quest'ultima soluzione si rivelerebbe nondimeno sistematicamente inappagante. Proprio riflettendo sulla contaminazione tra Oicr contrattuali ed Oicr statuari – di cui si è sopra rapidamente accennato e su cui si avrà modo di tornare più diffusamente oltre – non può non notarsi come ai fondi d'investimento sia oggi concesso emettere quote che attribuiscono al titolare il diritto al rimborso totale o parziale dell'apporto effettuato: un tanto è consentito dall'art. 15 del D.M. 5.3.2015, n. 30¹³⁶, ai sensi del quale «[i]l gestore, nel rispetto dei criteri di investimento e delle norme prudenziali di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, può istituire Oicr che garantiscono la restituzione del capitale investito ovvero il riconoscimento di un rendimento minimo, mediante la stipula di apposte convenzioni con banche, imprese di investimento che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio, imprese di assicurazione o intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 106 del TUB aventi i requisiti indicati dalla Banca d'Italia, ovvero mediante altre eventuali forme di garanzia indicate dalla Banca d'Italia. Gli Oicr garantiti possono essere sia di tipo aperto sia di tipo chiuso. Il regolamento dell'Oicr stabilisce le modalità per la prestazione della garanzia di cui al comma 1».

¹³⁴ L'art. 35-*quinquies*, comma 5, T.u.f. non richiama infatti, tra le norme inapplicabili alle Sicaf, l'art. 2351 c.c., citato invece dall'art. 35-*quater*, comma 7.

¹³⁵ Così secondo M. NOTARI (– A. GIANNELLI), *Commento all'art. 2346, comma 6*, cit., p. 132 ss.

¹³⁶ Si tratta del «Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani».

Viene allora da domandarsi se la disposizione che consente un tanto ai fondi d'investimento non sia applicabile anche alle società d'investimento. A tale risultato potrebbe forse pervenirsi valorizzando la circostanza per cui la norma sopra riportata, nel disciplinare l'impegno del gestore verso gli investitori alla restituzione del capitale investito, è genericamente rubricata «Oicr garantiti» e, come visto, all'interno della categoria degli Oicr figurano senz'altro anche le Sicav e le Sicaf¹³⁷. Inoltre, si noti come il soggetto della disposizione in commento sia il «gestore», per la definizione del quale l'art. 1 del medesimo D.M. 30/2015 rinvia a quanto stabilito dall'art. 1, comma 1, lett. q-bis, T.u.f. Ebbene, ai sensi di quest'ultima norma, per «gestore» deve intendersi «la Sgr, la Sicav e la Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, la società di gestione UE, il GEFIA UE, il GEFIA non UE, il gestore EuVECA, il gestore EuSEF e il gestore ELTIF» (enfasi aggiunta). Da ultimo, sembra significativo anche il fatto che nella norma in commento non vi sia alcun riferimento a «quote» (di cui verrebbe garantito il rimborso) – il che potrebbe senz'altro suggerire una disciplina diretta esclusivamente ai fondi d'investimento –, venendo invece precisato che quel di cui viene garantita la restituzione è il «capitale investito»; capitale che, evidentemente, non può qui essere inteso in senso strettamente tecnico posto che, in primo luogo, dei conferimenti effettuati a titolo di capitale (fosse anche per liberare azioni di Sicav o Sicaf) non si può *per definizione* garantire il rimborso e, in secondo luogo, poiché altrimenti si precluderebbe la stessa applicazione di tale disciplina ai fondi d'investimento, nei confronti dei quali invece non c'è dubbio sia operante.

Alla luce di queste considerazioni, ci si chiede se il citato art. 15 del D.M. 30/2015, nel consentire e disciplinare l'assunzione di un obbligo a restituire gli apporti ricevuti dagli investitori, non sia in realtà applicabile anche a Sicav e Sicaf¹³⁸ nei casi in cui si ritiene possano emettere strumenti finanziari non azionari.

Volendo proseguire in questo ragionamento, dovrebbe allora supporre – con uno sforzo interpretativo certo di non poco momento – che il legislatore, nel vietare l'emissione di obbligazioni, abbia in realtà inteso inibire l'applicazione della *disciplina codicistica* delle obbligazioni, ossia di quella forma di “garanzia” rappresentata dai limiti quantitativi sanciti dal citato art. 2412. *In luogo della disciplina codicistica,*

¹³⁷ Ciò è pacifico: all'art. 1 del D.M. 30/2015, rubricato «[d]efinizioni», per quanto riguarda quella di «Oicr» si rinvia a quanto stabilito dal T.u.f. che, come visto sopra, comprende nella categoria tanto i fondi d'investimento quanto Sicav e Sicaf.

¹³⁸ Si ricordi infatti che, ai sensi del secondo comma della disposizione in commento, gli Oicr garantiti possono essere sia di tipo aperto sia di tipo chiuso.

troverebbe invece applicazione la disciplina *speciale* di cui al D.M. 30/2015 che, in considerazione della ancora maggiore delicatezza della tutela degli investitori in Oicr piuttosto che in s.p.a. di diritto comune, stabilisce una garanzia ancora più efficace: ossia, il summenzionato obbligo di stipulare apposite convenzioni con idonei intermediari finanziari, bancari o assicurativi.

Se la prospettata ricostruzione fosse condivisibile, potrebbe giungersi al seguente esito ricostruttivo e così concludere l'indagine cui è dedicata la presente sezione. Le Sicav e le Sicaf possono dotarsi di una struttura multicompartimentale; non solo ciascun comparto ha un proprio distinto ceto creditorio, ma su ciascun comparto la società può replicare la medesima struttura finanziaria di una comune s.p.a. monocomparto¹³⁹. Più precisamente, se la Sicav o la Sicaf è riservata, allora potrà emettere sia diverse categorie di azioni, sia qualsiasi altra varietà di strumenti finanziari; se poi la Sicav o la Sicaf riservata, nell'esercizio dell'anzidetta facoltà, intende emettere strumenti finanziari che attribuiscono un diritto al rimborso (totale o parziale) dell'apporto, allora troverà l'applicazione la speciale disciplina prevista dal D.M. 30/2015 per i titoli di debito emessi da Oicr¹⁴⁰.

¹³⁹ P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., p. 478, il quale osserva come le Sicaf – e, dunque, ciascun comparto di una Sicaf multicomparto – abbiano una struttura finanziaria che può attingere a tutto l'*equity-debt continuum*, emettendo così strumenti tanto di rischio, quanto di debito, quanto variamente ibridi.

¹⁴⁰ Va segnalato come una parte della dottrina ritenga che la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi (e, ancor prima, di creare categorie diverse di azioni) possa in realtà contrastare con (o superare) il fenomeno della gestione in monte: quest'ultima infatti presenterebbe esigenze di standardizzazione ed uniformità degli investimenti che sarebbero incompatibile con la differenziazione cui apre il legislatore. Per questa ragione è stata prospettata un'interpretazione restrittiva delle norme che consentono a Sicav e Sicaf la creazione di categorie di azioni nonché l'emissione di strumenti finanziari partecipativi: in particolare, occorrerebbe ritenere che dette facoltà possano costituire una mera integrazione della forma di partecipazione all'attività di investimento della società, sicché ad esse sarebbe possibile ricorrere in una sola circostanza, ossia «solo nel caso in cui sia offerto ad ogni investitore, a fronte dell'investimento (e proporzionalmente ad esso), il medesimo mix di strumenti finanziari partecipativi emessi (azioni, azioni speciali, azioni di risparmio e/o strumenti finanziari partecipativi)». In questo senso P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., p. 471 e p. 477 s., il quale osserva che lo schema della gestione in monte non pare tollerare la coesistenza di modalità di partecipazione (o più in generale, di investimento) riconducibili a cause giuridiche diverse: in primo luogo perché una diversa conclusione renderebbe del tutto vane e inefficace la previsione di un modello operativo standardizzato di gestione collettiva “in monte”; in secondo luogo perché la standardizzazione e l'uniformità del modello di partecipazione paritaria e indiretta al “comune” patrimonio facente capo al veicolo societario e, quindi, l'uniformità del substrato patrimoniale e del profilo di rischio rappresentato da ogni unità (quote o azioni), sembrerebbero elementi qualificanti dello schema operativo in esame, sicché sarebbe difficile concepire in tale contesto una qualsiasi modalità di “personalizzazione” o “calibrazione” quantitativa (che non risponda al rigido criterio della proporzionalità all'investimento) e ancora più qualitativa (in termini di natura giuridica, contenuto dei diritti patrimoniali – di remunerazione e di rimborso degli apporti – e, quindi, di partecipazione al rischio); in terzo luogo perché il riconoscere alla Sicaf la stessa libertà di movimento che oggi vige quanto mai illimitata per ogni società per azioni nell'articolazione della sua struttura di finanziamento parrebbe contraddire (o forse sancire il definitivo superamento del)l'opzione normativa di fondo che individua in modelli organizzativi rigidi gli schemi

Un ultimo quesito che ci si può infine porre è se, vista la separazione patrimoniale perfetta operante per le Sicaf e le Sicav multicomparto, i diritti patrimoniali attribuiti dagli strumenti partecipativi emessi in tali contesti siano correlati esclusivamente alla consistenza di un comparto, oppure debbano o possano essere correlati all'andamento complessivo della società. In argomento, sembra possano valere le considerazioni sopra svolte a proposito della creazione, da parte di società d'investimento multicompartimentali, di azioni rappresentative di una partecipazione pansocietaria.

SEZIONE 3 – LA COMPARTIMENTAZIONE ESTERNA NEL DIRITTO SOCIETARIO SPECIALE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI: LE SGR E I LORO FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO.

3.1. La Sgr come società multicomparto: il problema della soggettività dei fondi comuni.

Che la Sgr possa essere considerata una società multicomparto è punto per nulla pacifico in dottrina e giurisprudenza.

Per poter giungere a considerare la Sgr come una società multicomparto, occorre definire i rapporti tra essa e i fondi comuni di investimento dalla stessa gestiti. Storicamente, la riflessione in proposito si è mossa affrontando la questione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento.

Il dato normativo di partenza è la disposizione attualmente contenuta nell'art. 36, comma 4, T.u.f.: «[c]iascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno

gestori di investimento utilizzabili per l'attività di gestione collettiva del risparmio, che come tale si qualifica proprio in virtù della natura "collettiva", "in monte", di quella gestione, e che imporrebbe perciò necessariamente l'adozione di schemi di partecipazione paritaria al comune patrimonio, sostanzialmente standardizzati ed omogenei. Si veda anche M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 655 s., la quale condivide il convincimento per cui le libertà riconosciute alle Sicaf – l'Autrice si concentra infatti su questo sotto-tipo – contrastino con le esigenze di uniformità e standardizzazione proprie dell'ambito della gestione collettiva del risparmio. Si veda quanto senso simile già osservava P. MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 732 (vd. sopra). Le riferite considerazioni non sembrano però condivisibili: quello che consente il legislatore nelle Sicaf e nelle Sicav riservate, al pari di quel che accade nelle società di diritto comune, è riconoscere all'emittente massima libertà di esprimersi sul piano dell'ingegneria finanziaria, così da incrementare le possibilità di intercettare l'interesse di possibili investitori; i quali oltretutto, stando alla ricostruzione prospettata in testo, sarebbero necessariamente "professionali" e quindi, può supporre, perfettamente in grado di comprendere e gestire differenze nelle esposizioni al rischio; differenze, che invece è bene contenere nelle società d'investimento che fanno appello ad un risparmio non qualificato. Quanto meno per quanto riguarda le Sicav e le Sicaf riservate, non pare dunque esservi margine per ricavare tra le righe delle norme un implicito vincolo della società ad offrire "pacchetti eterogenei" di strumenti finanziari.

stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti».

Tra Sgr e fondi d'investimento, come tra i diversi fondi d'investimento, vi è dunque un regime di autonomia patrimoniale bilaterale¹⁴¹. Non v'è dubbio che il fondo d'investimento costituisca una massa patrimoniale cui sono imputabili rapporti sia attivi che passivi¹⁴².

Al riguardo, è nota la discussione avvenuta in dottrina negli ultimi cinquant'anni.

Un primo e più risalente orientamento ha qualificato i fondi comuni di investimento come dei patrimoni soggetti alla comunione dei vari partecipanti¹⁴³. Questa tesi ha però riscontrato le critiche della gran parte degli autori, che hanno osservato come non sia dato riscontrare, nella realtà, la possibilità per i quotisti di esercitare sui beni del fondo quelle facoltà che spetterebbero ai comunisti, come i quotisti non possano chiedere la separazione in natura della quota-parte dei beni che costituiscono il fondo e, infine, come (contrariamente a quanto accade nel caso della comunione) delle obbligazioni contratte dal fondo risponda solo quest'ultimo e non i quotisti illimitatamente¹⁴⁴.

¹⁴¹ V. TROIANO, *Commento agli artt. 36 e 37*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, I, Torino, 2012, p. 570.

¹⁴² Si veda da ultimo in tal senso G. FERRI jr., *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Rivista telematica, Orizzonti del diritto commerciale*, 2015, consultabile all'indirizzo <http://www.rivistaodc.eu>, p. 1.

¹⁴³ Così B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959, p. 627 ss.

¹⁴⁴ R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, p. 269 ss., il quale evidenzia come la comunione sia un istituto riguardante il godimento di situazioni già realizzate e quindi il mondo dei diritti reali, mentre il fondo comune riguarda la fase della vita economica della produzione delle situazioni vantaggiose e dunque il momento dinamico proprio dell'attività imprenditoriale: secondo l'illustre Autore, infatti, da un lato sarebbe evidente come i partecipanti al fondo vi conferiscano denaro allo scopo di realizzare un utile e non invece di garantirne un mero godimento (sarebbe evidente che il gestore del fondo non si limita a trarre dal denaro il frutto che questo è in grado di dare), dall'altro non ci sarebbe spazio nel nostro ordinamento per la "comunione d'impresa", ossia per l'esercizio di un'attività

Sono state pertanto proposte altre tesi.

Secondo alcuni, i fondi comuni di investimento sarebbero degli autonomi soggetti di diritto¹⁴⁵. Questa tesi, originariamente avanzata da autorevole dottrina, è stata recentemente ripresa da una sentenza del Tribunale di Milano¹⁴⁶ e da dottrina più recente¹⁴⁷. Va comunque evidenziato come anche questa corrente di pensiero abbia sin da subito precisato la propria consapevolezza dei risultati raggiunti dalla dottrina in ordine alla soggettività giuridica di entità diverse dalle persone fisiche, nel senso che

propriamente imprenditoriale in forma di comunione; ID., *Il mercato mobiliare*, cit., p. 200; P. G. JAEGER, *Sui fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 1127 s.; G. CASTELLANO, *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 1152; R. SANSONE, *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?* (nota a Trib. Rovigo, sez. di Adria, ord., 21 ottobre 2010), in *Soc.*, 2011, p. 1061.

¹⁴⁵ Questa la tesi di R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d'investimento*, cit., p. 292 ss.: l'Autore muove dalla domanda se per attribuire la proprietà del fondo l'interprete sia limitato all'alternativa comproprietà dei partecipanti-proprietà della società di gestione; esclusa dunque la comproprietà dei partecipanti (per le ragioni esposte sopra), l'Autore esclude però che possa riconoscersi uno schema proprietario anche in capo alla società di gestione, la quale, in particolare, non sarebbe titolare di un diritto soggettivo di proprietà (che le consentirebbe un esercizio libero delle facoltà da esso attribuite, essendo i "diritti" dei poteri conferiti dall'ordinamento nell'interesse proprio del loro titolare); un tanto sarebbe reso evidente dal fatto che la società di gestione non ha il potere di trarre dal fondo alcuna delle utilità che la relativa gestione produce, dal momento che gli utili e gli incrementi di valore vanno ai partecipanti. La Sgr, invece, più correttamente sarebbe titolare di una "funzione", ossia di un potere vincolato al perseguimento di un interesse altrui. Esclusa quindi una proprietà in capo alla società di gestione, l'Autore conclude (p. 300 ss.) che, se non si vuole modificare il quadro tradizionale delle situazioni soggettive e in particolare se si pretende di rintracciare per ogni bene una situazione soggettiva corrispondente al modulo della proprietà, è necessario considerare il fondo comune di investimento come contro d'imputazione giuridica, così da attribuire al soggetto così postulato la proprietà del fondo. La precisazione fatta dal legislatore per cui il fondo d'investimento costituisce un patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dei partecipanti non avrebbe senso se il fondo fosse ricompreso nel patrimonio della Sgr, ma d'altronde, anche laddove si attribuisca la proprietà dei beni ivi ricompresi al soggetto-fondo, tale disposizione normativa non sarebbe inutile, dal momento che l'attribuzione della titolarità di un patrimonio ad un soggetto giuridico, diverso dalle persone fisiche, non implica affatto e necessariamente l'impossibilità per i creditori particolari dei partecipanti di aggredire i beni conferiti (così a p. 304, testo e nt. 189). L'illustre Autore pare peraltro aver oggi mutato il suo pensiero, prendendo atto della più dettagliata disciplina ed aderendo così all'orientamento (di cui si dirà subito oltre) che ritiene superflua ogni questione sulla soggettività del fondo: afferma oggi infatti che «[i]n presenza di una siffatta disciplina è forse superfluo continuare a chiedersi di chi sia il fondo, essendo ben concepibile, per altro, che l'ordinamento consenta anche la presenza di beni dei quali nessuno possa dirsi "proprietario"» (così in R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 202).

¹⁴⁶ Sentenza n. 7232/2016, pubblicata il 10 giugno 2016.

¹⁴⁷ E. SCHIAVELLO, *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento in una recente sentenza della Cassazione*, consultabile all'indirizzo <http://sfef.egeaonline.it>, p. 132 ss., in part. 137, ad opinione del quale nulla impedirebbe di vedere nella Sgr e nel suo organo amministrativo la struttura di cui il fondo, pur soggetto giuridico, si vale per formare manifestare all'esterno la propria volontà: ciò considerato, le caratteristiche della piena separazione patrimoniale bilaterale e la "naturale" indipendenza delle vicende dei fondi da quelle delle Sgr che li hanno istituiti allontanerebbero la regolamentazione dei fondi dalla disciplina delle principali fattispecie comunemente ascritte alla categoria dei patrimoni separati e li renderebbe allora più correttamente inquadrabili nella categoria dei soggetti non personificati; V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio (nota a Cass., 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Banca borsa*, 2011, II, p. 425 ss., secondo cui la soggettività del fondo dovrebbe desumersi dalla circostanza per cui la disciplina speciale porrebbe i soggetti coinvolti nella prestazione del servizio di gestione collettiva (Sgr promotrice, gestore e banca depositaria) su un piano di parità formale, ripartendone i compiti in modalità da assicurare il regolare funzionamento del fondo (ed una corretta relazionalità con i partecipanti).

l'imputazione delle situazioni giuridiche a dette entità non sarebbe altro che un lessico strumentale, ossia una tecnica giuridica impiegata per indicare una serie estremamente varia di situazioni finali (che lo statuto si incarica di distribuire in capo alle persone fisiche destinatarie ultime delle situazioni giuridiche) e necessaria per poter utilizzare con riferimento ai gruppi, e in genere agli enti collettivi, gli stessi concetti che servono per qualificare le posizioni giuridiche attribuite alle persone fisiche¹⁴⁸.

Altra dottrina, invece, ritiene che i fondi d'investimento siano più semplicemente dei patrimoni autonomi, di cui il legislatore avrebbe dettato una disciplina sufficientemente esauriente da regolare la gran parte delle questioni che la diatriba sulla loro soggettività mirerebbe a risolvere¹⁴⁹. Per cui, il dibattito sulla ricerca del soggetto proprietario rimarrebbe superfluo anche perché, in radice, dovrebbe oggi essere messo in dubbio lo stesso sistema "a soggetto" del diritto privato¹⁵⁰. In particolare, in simili

¹⁴⁸ Così R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d'investimento*, cit., p. 307 ss., per cui lo statuto (ovvero, nel caso dei fondi d'investimento, il regolamento del fondo) rappresenta il complesso delle regole secondo le quali le situazioni giuridiche imputate all'ente vengono distribuite in capo alle persone fisiche vincolate dallo statuto stesso. L'Autore si riferisce alla teoria riduzionistica, su cui si veda oltre, nell'ultimo paragrafo del quarto capitolo di questo lavoro.

¹⁴⁹ P. CASELLA – E. RIMINI, voce *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Digesto delle discipline privatistiche – sezione commerciale*, VI, Torino, 1991, p. 213; A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, s.g.r. e trascrizione*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, p. 242 ss.; F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 130 ss., secondo cui l'adesione alla tesi dell'assenza di personalità giuridica in capo al fondo d'investimento andrebbe abbandonata non già perché questo abbia, o non abbia, personalità giuridica, ma perché l'adesione a simile tesi condurrebbe a risultati che si porrebbero in radicale contrasto con una serie di regole specifiche dettate in proposito. L'Autore pare propendere per una tesi comunque vicina al riconoscimento di qualcosa di simile ad una personalità giuridica del fondo: difatti, alle successive p. 135 ss. definisce il patrimonio del fondo d'investimento come «un autonomo centro di imputazione di effetti e rapporti giuridici tanto attivi, quanto passivi, che si producono per effetto dell'attività di gestione svolta dalla SGR, e che si manifestano *sul* patrimonio e *nel* patrimonio in virtù della stessa», riconoscendo che «[i]l regime di separazione conduce, *necessariamente*, all'imputazione separatamente e direttamente in capo al patrimonio del fondo, degli effetti e dei rapporti giuridici che interessano l'attività di gestione: rapporti che possiamo anche dire che risultano instaurati (o subiti) da parte della SGR, ma gli effetti dei quali ricadono, giocoforza, *sempre e comunque esclusivamente sul patrimonio del fondo*», concludendo dunque che «i contratti e le obbligazioni sono contratti sì dalla SGR, ma (...) gli effetti di tutte le operazioni compiute dalla SGR ricadono, e si producono, esclusivamente nella sfera di quello specifico patrimonio separato, rappresentato dal fondo stesso e, in via mediata, nella sfera dei partecipanti», sicché «sembra allora possibile concludere nel senso che, nei fatti, le regole che disciplinano la gestione collettiva, e tra queste eminentemente quelle che attengono al regime di separazione patrimoniale, depongono nel senso che il fondo si muove, nei suoi traffici giuridici, secondo schemi che producono effetti non dissimili da quelli tipicamente riconducibili alle forme dotate di personalità-soggettività giuridica» (enfasi originali). A questo orientamento aderiscono anche R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 406 ss., in part. p. 408 s., ad opinione dei quali «[a]ppare allora più semplice, ma non per questo *impreciso* sotto il profilo sistematico, considerare i fondi comuni di investimento come figure tipizzate a livello normativo, la cui disciplina è compiutamente racchiusa nelle norme speciali che li riguardano» (corsivo originale); nonché, se si è ben inteso, anche M. G. IOCCA, *Commento all'art. 36*, in *Commentario al T.u.f. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, cit., p. 418 s., e (M. MIOLA)-F. BRIOLINI, *Commento all'art. 36*, cit., p. 335.

¹⁵⁰ Si fa riferimento a quell'impostazione, cioè, per cui ad ogni patrimonio deve necessariamente corrispondere un soggetto che ne sia il proprietario.

fattispecie dovrebbe infatti proprio prescindere tanto da un diritto di proprietà quanto da un soggetto proprietario, per ricostruirsi diversamente la situazione giuridica: l'apporto dell'investitore dovrebbe considerarsi un negozio, ad effetto reale, col quale la proprietà (cioè la facoltà del titolare «di godere e disporre ... delle cose in modo pieno ed esclusivo», art. 832 c.c.) non viene trasferita, ma fatta cessare e sostituita da una legittimazione della Sgr a disporre dei beni apportati ai fini dello svolgimento di un'attività d'impresa condotta nell'interesse dei partecipanti al fondo¹⁵¹.

La Cassazione, chiamata nel 2010 a pronunciarsi sulla questione¹⁵², ha proposto una lettura ancora differente, ma che parrebbe la più convincente: ai fondi comuni di investimento non potrebbe riconoscersi una soggettività perché privi di un'organizzazione che consenta loro di formare ed esternare una propria volontà negoziale¹⁵³; l'organizzazione che esprime la volontà capace di incidere sul fondo è quella della Sgr; pertanto, questa sarebbe il soggetto di diritto cui vanno imputate tutte

¹⁵¹ Così P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 753 ss. In senso conforme A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari*, cit., p. 242 ss., in part. p. 249 s., dove l'Autrice osserva che «né per la SGR, ma neppure per il fondo, può parlarsi di uno schema dominicale tipicamente inteso: solo una volta sottratto al particolare regime previsto per il risparmio gestito il bene immobile potrà tornare ad avere un proprietario nel senso compiuto del termine. Fintanto che permane nell'ambito del patrimonio di un fondo gestito da una SGR, il bene è soggetto ad un particolare regime, compiutamente individuato quanto a poteri, diritti, responsabilità».

¹⁵² Si tratta della nota sentenza della sez. I civile, 15 luglio 2010, n. 16605.

¹⁵³ La Cassazione, nella citata sentenza, sostiene che la previsione del diritto dei partecipanti al fondo di riunirsi in assemblea per adottare in talune materie delle delibere vincolanti per la società di gestione non sia sufficiente a dar luogo ad un'organizzazione autonoma, posto che la fattispecie non si discosta dal modo in cui gruppi di creditori (come gli obbligazionisti) o di partecipanti al capitale di rischio di una qualunque società per azioni possono, attraverso le assemblee separate di cui dispongono, far valere i loro punti di vista sulle scelte degli organi sociali che li riguardano. Inoltre, «ciò che rende più di ogni altra cosa difficile configurare il fondo comune alla stregua di un autonomo soggetto di diritto è l'assenza di una struttura minima, di rilevanza anche esterna» Queste stesse considerazioni erano già state svolte diversi anni prima da P. G. JAEGER, *Sui fondi comuni d'investimento*, cit., p. 1134 ss., testo e nt. 63 e nt. 65. In senso contrario si veda però V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento*, cit., p. 429 s., il quale muove dalla considerazione per cui nemmeno la Sgr sarebbe dotata di ampi poteri d'intervento, posto che essa, dopo l'approvazione del "regolamento di gestione", può solamente amministrare i rapporti con i partecipanti ed il patrimonio del fondo (in base alle regole ivi fissate), evidenzia quindi che «se il fondo non è in grado di autodeterminarsi, neanche la Sgr (*rectius*: l'organo di governo della Sgr) può essere ritenuta libera di agire, dovendosi attenere allo scopo, all'oggetto ed alle politiche di investimento indicate nel documento *approvato* dalla Banca d'Italia ed *accettato* dai partecipanti», per concludere che «l'"autonomia" che la Corte cerca (e non ritrova) dovrebbe essere intesa (...) quale "potere di un soggetto di autodeterminare ... le proprie scelte e le linee guida del proprio agire"» e che dunque «[n]ella gestione collettiva del risparmio (...) l'autonomia si manifesta solo in occasione di redazione del regolamento del fondo e di sottoscrizione delle quote da parte dei soggetti che accedono al servizio di gestione collettiva», ciò in quanto «il potere di decidere le linee guida dell'attività si contrae subito dopo l'approvazione del regolamento che sancisce il *quantum* dell'operatività autorizzata» e, «quindi, tale assenza di poteri gestori non può esser interpretata come incapacità assoluta di autodeterminazione dei partecipanti (come assume la Corte), ma è una caratteristica delle gestioni in monte (volta a conferire stabilità ad un piano di investimento)».

le posizioni giuridiche componenti il fondo, che ne costituirebbe quindi un mero patrimonio separato¹⁵⁴.

La tesi della separazione patrimoniale¹⁵⁵ troverebbe conforto all'art. 36, comma 4, T.u.f., in particolare in due disposizioni ivi contenute.

¹⁵⁴ In un passaggio della sentenza, la Cassazione evidenzia che «[n]on è ormai infrequente, nel nostro ordinamento, che una parte del patrimonio di un soggetto sia destinato ad un particolare scopo e che, proprio per questo, venga sottratta al regime generale dell'art. 2740 c.c. Lo attestano, tra gli altri, gli artt. 2447 bis c.c. e segg. (introdotti dal D.Lgs. n. 6 del 2003) e la L. n. 130 del 1999, art. 3, comma 2, in tema di cartolarizzazione di crediti».

¹⁵⁵ In dottrina si vedano: P. G. JAEGER, *Sui fondi comuni d'investimento*, cit., p. 1134 ss., in part. p. 1141, secondo il quale non deporrebbe in senso contrario a simile ricostruzione l'intestazione al fondo dei titoli nominativi di pertinenza del fondo medesimo, essendo una simile disposizione ispirata ad esigenze pratiche di corretta amministrazione da cui non possono farsi discendere conseguenze dogmatiche [ma è importante precisare che l'illustre Autore sviluppava la tesi sulla base di un disegno di legge dove non era affermata, con la chiarezza che connota invece il dato normativo attuale, l'irresponsabilità della società di gestione per le obbligazioni inerenti all'attività del fondo: difatti, lo stesso, a p. 1138 ss., afferma che le disposizioni, contenute nel disegno di legge sottoposto al suo esame, nell'escludere la personalità giuridica dei fondi – come d'altronde è stabilito anche oggi – avrebbero inteso escludere la responsabilità della società di gestione per le obbligazioni del fondo, perché altrimenti, aderendo alla tesi che vorrebbe il fondo un soggetto di diritto, verrebbe a configurarsi «un'ipotesi di esercizio d'impresa *individuale* in regime di responsabilità limitata» – enfasi originale –, ma coerentemente avverte che «se la legge definitiva dovesse contenere una norma come quella che è stata introdotta in sede di revisione del disegno Bellotti (“Per le obbligazioni inerenti alla gestione del fondo è ammessa azione solo su tale patrimonio”), e che è stata riprodotta nell'art. 3, primo comma, del recentissimo disegno governativo, la tesi della soggettività potrebbe invocare a proprio favore un nuovo argomento di notevole peso, e probabilmente tutti i risultati raggiunti dovrebbero essere sottoposti a revisione»]; G. CASTELLANO, *Per una qualificazione giuridica*, cit., p. 1156 s.; C. GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni d'investimento* (nota a Cass. 15 luglio 2010, n. 16605), in *Giur. comm.*, 2011, II, p. 1152, dove osserva come «l'istituzione di uno o più fondi comuni di investimento promossi da una s.g.r. (...) configuri la coesistenza di una molteplicità di patrimoni destinati», e p. 1151 nt. 17, dove invece osserva come le fattispecie di separazione patrimoniale rivestano oramai un ruolo centrale all'interno del nostro ordinamento giuridico e debbano perciò essere riconosciute ed affermate senza alcun timore; R. SANSONE, *La natura giuridica del fondo comune di investimento*, cit., p. 1066. In questo senso, se ben s'intende, pare orientato anche G. FERRI jr., *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale*, cit., p. 4 s., secondo il quale l'attività di gestione è «svolta dalla società bensì *per conto del fondo*, e cioè nell'interesse dei suoi partecipanti, ma pur sempre *in nome proprio*, con la conseguenza che la titolarità tanto dei diritti acquistati, quanto degli obblighi assunti (come pure delle relative responsabilità) nel corso della gestione deve riferirsi, in via esclusiva, alla medesima società», come dimostrerebbe – ad opinione dell'Autore – l'art. 36, comma 6, T.u.f. «nella parte in cui, al fine di individuare le obbligazioni da esso garantite, non solo si riferisce a quelle “contratte” (ma sarebbe stato meglio dire “assunte”) dalla società “per conto del fondo”, e dunque *in nome* pur sempre *proprio*: ma dispone che di esse è la società (e non il fondo (...)), a rispondere, e proprio in veste di (unico) debitore, per quanto “esclusivamente con il patrimonio del fondo” (un'espressione, quest'ultima, che allora si presta ad essere intesa nel significato di patrimonio “costituito” dal fondo, non anche in quello di patrimonio ad esso “appartenente”)» (corsivi originali); anche la denominazione di cui è dotato il fondo – prosegue l'Autore – non sarebbe decisiva in senso contrario, posto che essa servirebbe solo ad identificare l'interesse per conto del quale è stato posto in essere (seppur in nome proprio) il singolo atto di gestione e, conseguentemente, la relativa massa patrimoniale. L'Autore conclude (a p. 5) osservando che «alla disciplina dei fondi comuni risulta del tutto estranea qualsiasi questione in ordine alla appartenenza dei beni che lo compongono: la quale risulterà allora bensì regolata, ma dal diritto comune, rispetto al quale il fatto di essere compresi in un fondo comune risulta in via di principio del tutto irrilevante». Giudica la fattispecie dei fondi comuni d'investimento «vicin[a] ai patrimoni destinati di diritto societario» R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 10 nt. 18, salvo poi precisare, alla successiva p. 39 (testo e nt. 75), che la società di gestione del risparmio, diversamente dalla destinazione patrimoniale di diritto azionario, non

La prima è quella per cui i creditori della Sgr non possono agire sul patrimonio del fondo. Essa sarebbe del tutto inutile se si limitasse a ribadire il principio generale per cui i creditori non possono aggredire beni che non appartengono al proprio debitore bensì ad un altro soggetto, per cui il solo modo per conferirle senso e portata precettiva sarebbe inquadrare il fondo come patrimonio separato della società di gestione e stabilire, in forza di detta norma, che i creditori di un comparto (quello “generale” della Sgr) non possono agire su un altro (quello “speciale” del fondo d’investimento)¹⁵⁶.

La seconda è quella per cui «delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo». Questa norma è stata così riformulata nel 2014; il precedente testo, invocato da quanti aderiscono alla tesi della soggettività del fondo, stabiliva invece «delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio». La novella sembra allora aver, innanzitutto, fatto chiarezza sul fatto che il fondo d’investimento non *ha* un patrimonio, ma *è* un patrimonio; in secondo luogo, tratteggiato esattamente il concetto di separazione patrimoniale, con parole che alludono ad uno schema dove il fondo è un patrimonio della Sgr, nei limiti del quale *essa* risponde delle obbligazioni *dalla stessa* assunte nell’ambito dell’attività cui il fondo è dedicato¹⁵⁷.

La soluzione accolta sembra ancora più condivisibile oggi che è venuta meno la possibilità per le Sgr di prestare anche disgiuntamente le attività di gestione e di promozione dei fondi comuni, con superamento del modello – vigente fino al 2014 – che prevedeva la possibile separazione fra attività di promozione ed attività di gestione: oggi, pertanto, ciascun fondo deve avere un gestore unico che ne sia responsabile¹⁵⁸.

può considerarsi titolare sostanziale di una pluralità di compendi, dovendosi la Sgr considerare alla stregua di un’intestatario fiduciario dei comparti separati.

¹⁵⁶ In questo senso E. SCHIAVELLO, *La natura giuridica dei fondi comuni*, cit., p. 113 s., il quale peraltro sottolinea come questa ricostruzione sia senz’altro più affine allo schema dell’*investment trust* di diritto anglosassone, cui i legislatori europei si sono ispirati, dove infatti la proprietà dei beni costituenti il *trust fund* in capo al *trustee* è temperata dell’obbligo per quest’ultimo di perseguire l’interesse dei beneficiari, il che giustifica la separazione del *trust fund* dal patrimonio personale del *trustee* (o dagli altri *trust funds* facenti capo allo stesso).

¹⁵⁷ Denuncia una certa ambiguità ed imprecisione del testo legislativo anche F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 137 nt. 263, il quale evidenzia come il legislatore oscilli tra un’impostazione che sembra richiamare la sussistenza di soggettività in capo al fondo (riscontrabile nell’inciso per il quale le obbligazioni sono contratte «per conto» del fondo) e quella che, invece – subito dopo – sembra negarla, prevedendo che sia la Sgr a rispondere con il patrimonio del fondo.

¹⁵⁸ Su quest’argomento si veda R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 187.

Questa ricostruzione non parrebbe scalfita dalla tesi, sopra riportata, secondo cui né la Sgr né il fondo potrebbero dirsi “proprietari” dei beni contenuti in quest’ultimo. Il punto è che quella ricostruzione è del tutto condivisibile, ma sembra valere in realtà per l’intero fenomeno societario: è ormai diffusa l’opinione per cui la società è titolare non tanto di “diritti” – ivi incluso quello di proprietà ai sensi dell’art. 832 c.c. – bensì di “funzioni”, ossia di poteri vincolati al perseguimento di un interesse altrui¹⁵⁹: nel caso delle società, l’interesse sociale, ossia null’altro che la sintesi degli interessi individuali dei soci e degli altri soggetti che sul patrimonio della società vantano interessi¹⁶⁰. Dunque, tutto il surriferito discorso potrebbe valere, *in via generale*, per tutte le società di diritto comune. E vale anche, come sostiene l’orientamento sopra citato, per le Sgr¹⁶¹;

¹⁵⁹ È stato d’altronde autorevolmente sostenuto che il concetto di “persona giuridica” non sarebbe altro che una tecnica normativa (basata sulla centralità del “soggetto” e che vuole essere rispettosa del principio generale della responsabilità illimitata del debitore a norma dell’odierno art. 2740 c.c.) per esprimere quella stessa costruzione giuridica che, senza dover ricorrere alla creazione di entità sovranaturali, potrebbe ben più agevolmente esprimersi in termini di “funzione” cui un potere giuridico viene vincolato: così P. SPADA, *Persona giuridica e articolazione del patrimonio*, cit., p. 847 ss. Si veda il risalente insegnamento di P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1976, *passim*, per cui dove c’è fenomeno associativo, non può ivi trovare collocazione il concetto di diritto soggettivo; in specie – si aggiunga – quello di proprietà. Si veda quanto osservato a proposito dei patrimoni destinati delle s.p.a. comuni (dei quali nessuno dubita che siano privi di personalità o soggettività giuridica) da R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 8 s., secondo cui «[i]l distacco del patrimonio dalla sfera di appartenenza, voluto ed attuato dalla recente riforma del diritto societario, deve allora porre fine alla tradizionale e naturale tendenza degli interpreti a ricercare di ogni compendio il proprietario o l’investito ovvero, nei casi di esito negativo di tale ricerca, ad imbattersi in speculazioni dogmatiche culminanti in finzionistiche entificazioni o personificazioni dei patrimoni. (...) Considerato poi che una simile struttura è preordinata a salvaguardare l’investimento effettuato dai finanziatori delle singole iniziative economiche esercitate dalla società, non può ignorarsi che quest’ultima vien qui a trovarsi nella sintassi d’interessi tipica della *funzione*: nel senso che i poteri connessi alla formale titolarità dei compendi separati possono essere esercitati dalla società non già liberamente, bensì funzionalmente alla destinazione impressa dalla *deliberazione* costitutiva del vincolo».

¹⁶⁰ L’ampiezza del bacino di aventi causa il cui interesse deve essere considerato ai fini dell’esatta perimetrazione del concetto di “interesse sociale” muta, come noto, a seconda delle differenti teorie in argomento. A questo proposito, deve rilevarsi che se da un lato può condividersi la ricostruzione operata dalla Cassazione, dall’altro non può però condividersi anche il passaggio della stessa in cui si distingue una proprietà formale, in capo alla Sgr, da una proprietà sostanziale, in capo invece ai quotisti: come è stato correttamente rilevato (C. GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni d’investimento*, cit., p. 1153, testo e nt. 23), questi ultimi hanno interesse ad una corretta gestione del fondo, ma non può assimilarsi la loro posizione a quella di un proprietario in quanto privi del potere di godere e disporre di cui tratta l’art. 832 c.c. La loro posizione è assimilabile a quella degli azionisti e dei creditori sociali, che non possono certo essere definiti “proprietari sostanziali” della società. Si noti che, anche con riferimento ai patrimoni destinati di diritto azionario comune, si è posto il problema se i terzi apportatori (in specie, i sottoscrittori di strumenti finanziari di partecipazione all’affare) possano considerarsi contitolari dei beni compresi nel patrimonio destinato: conclusione che è stata però fermamente esclusa da R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 74, il quale ha correttamente osservato come i terzi che apportano risorse al patrimonio destinato si spogliano della titolarità ed assumono la veste di meri creditori del (compendio separato del)la società. Lo stesso Autore (*ivi*, p. 78 ss.) esclude poi la soggettività giuridica dei patrimoni destinati, così risolvendo analogamente lo stesso problema che ci si è posti con riguardo ai fondi comuni di investimento e ricordando l’impossibilità di trarre conclusioni di diritto dal dato meramente “estrinseco” della presenza o dell’assenza di personalità giuridica.

¹⁶¹ Già dottrina risalente aveva riconosciuto che la titolarità del fondo deve spettare alla società di gestione, dato che costituisce uno strumento di cui essa si serve nell’esercizio della propria attività

ma ciò proprio perché vi è rapporto d'identità tra fattispecie "società" e fattispecie "Sgr-fondi d'investimento".

Se la Sgr deve essere intesa come una società multicompartimentale, ne consegue che non è tecnicamente corretto contrapporre un "patrimonio della Sgr" ad un "patrimonio del fondo". Trattandosi di comparti separati della medesima società, gli stessi dovrebbero distinguersi solamente in ragione dell'attività cui sono rispettivamente destinati.

In particolare, il c.d. "patrimonio della Sgr" è in realtà un comparto "centrale" che assolve a due funzioni: da un lato è impiegato nell'organizzazione dell'attività di gestione collettiva del risparmio; dall'altro costituisce la garanzia patrimoniale su cui possono soddisfarsi – come si vedrà nell'ultimo capitolo – i quotisti che siano stati illegittimamente pregiudicati dalla gestione della Sgr (di qui l'obbligo di un capitale sociale minimo pari ad almeno un milione di euro, prescritto appunto per la Sgr e non per i fondi d'investimento). Questo comparto centrale ha un proprio ceto creditorio ed una propria classe di investitori, i quali partecipano non tanto *direttamente* ai risultati degli investimenti finanziari, quanto al risultato della *complessiva* attività di direzione dei fondi comuni gestiti¹⁶².

d'impresa; ma, essendo questa titolarità attribuita alla società nell'interesse primario dei partecipanti, non dà luogo ad un diritto soggettivo, bensì ad una "funzione": P. G. JAEGER, *Sui fondi comuni d'investimento*, cit., p. 1142; G. CASTELLANO, *Per una qualificazione giuridica*, cit., p. 1157 e p. 1162. È stato tuttavia evidenziato come l'adesione a simile impostazione possa provocare delle complicazioni di ordine pratico nella circolazione dei beni inclusi nel fondo. Un primo problema riguarda l'operatività o meno del diritto di prelazione dei soci di una società, una quota (ovvero delle azioni) della quale sia inclusa in un fondo di cui però muta la Sgr che lo gestisce. Su questo problema è intervenuta la citata sentenza del Tribunale di Milano n. 7232/2016 del 10.06.2016. Un secondo rilevante problema è se il mutamento della Sgr produca effetti traslativi nella titolarità dei diritti compresi nel fondo. Osserva al riguardo A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari*, cit., p. 245, che se si ritenesse la Sgr titolare dei diritti compresi nel fondo, dovrebbe ritenersi che il legislatore, riconoscendo la trasferibilità dei fondi, abbia previsto un fenomeno idoneo a produrre effetti traslativi di straordinaria rilevanza (ossia, il mutamento della titolarità di *tutti* i beni facenti parte di *tutti* i fondi gestiti dalla Sgr sostituita) lasciando integralmente all'autonomia negoziale il compito di individuarne la disciplina attraverso un generico atto scritto; oltretutto, sul piano documentale, sorgerebbe la necessità di provvedere a tutti gli adempimenti richiesti dal trasferimento di tutti gli immobili. L'Autrice conclude che il mero mutamento della Sgr non può essere ritenuto fenomeno idoneo a produrre effetti traslativi e che tale non è ritenuto nemmeno dal legislatore, sicché sarebbe erroneo supporre che la proprietà dei beni compresi nel fondo sia della Sgr. In realtà, i problemi sopra prospettati non sembrano idonei ad inficiare la ricostruzione qui sostenuta: potrebbe difatti ritenersi sufficiente argomentare, senza con ciò cadere in insanabili contraddizioni, che in ragione della particolarità della fattispecie e delle esigenze del mercato, le suddette operazioni soggiacciono a regole speciali intese ad agevolare il traffico giuridico. D'altronde, è esattamente quel che si verifica con i titoli di credito dematerializzati, la cui circolazione, pur trattandosi tecnicamente di cessioni contrattuali, non segue le regole di cui agli artt. 1406 ss. c.c.

¹⁶² Siccome il comparto centrale incassa le commissioni e le provvigioni sui risultati conseguiti nella gestione dei singoli fondi, il suo andamento economico sarà ovviamente in parte il riflesso di quello dei fondi gestiti. Sicché può dirsi che, infine, gli investitori nel comparto finale *indirettamente* partecipano anche ai risultati del singolo fondo; ma laddove i fondi gestiti siano più di uno, essi beneficeranno di

I fondi d'investimento, dal canto loro, rappresentano altrettanti comparti della medesima Sgr, dedicati agli investimenti finanziari. Ciascun fondo a sua volta presenta un proprio ceto creditorio (composto dai creditori degli affari contratti per suo conto¹⁶³, come previsto l'art. 36, comma 4, T.u.f.) e da un diverso gruppo di investitori (i quotisti che hanno investito in esso)¹⁶⁴.

La formulazione del T.u.f., dove si parla di un "patrimonio della Sgr" distinto dal "patrimonio dei fondi comuni di investimento", deve pertanto ritenersi fuorviante perché condizionata da un'incertezza di fondo circa la necessità di considerare fondo d'investimento e Sgr come due istituzioni distinte, piuttosto che l'uno componente specifica dell'altra¹⁶⁵.

La Sgr è, pertanto, una società per azioni multicompartimentale. Da questa ricostruzione derivano alcune rilevanti conseguenze.

In primo luogo, la Sgr, con i suoi fondi d'investimento, si deve muovere nel traffico giuridico come una società multicompartimentale: perciò, i rapporti giuridici vanno imputati alla Sgr, con specificazione del fondo cui confluiscono¹⁶⁶. Ciò è

un'ulteriore riduzione del rischio (ulteriore a quella derivante dalla diversificazione generalmente operata nella politica di investimento delle risorse del fondo) rispetto a quello cui sono esposti i quotisti.

¹⁶³ Si veda in proposito la precisazione di V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 570, secondo il quale, giacché la limitazione di responsabilità opera con riferimento alle obbligazioni assunte *per conto* del fondo, si aprirebbe lo spazio ad una responsabilità diretta del gestore per tutte le obbligazioni assunte in occasione della gestione del fondo, ma tecnicamente non per conto di questo.

¹⁶⁴ Nel caso, ammesso dall'art. 36, comma 4, T.u.f., di fondi multicomparto, sarà invece ciascun comparto a costituire il patrimonio separato della Sgr: un tanto deve infatti desumersi dalla circostanza per cui i quotisti partecipano solo ai risultati di un comparto e i creditori del comparto non possono aggredire beni di altri comparti del medesimo fondo (e a maggior ragione di altri fondi gestiti dalla stessa Sgr). Quindi, la Sgr avrà tanti comparti separati quanti sono i fondi monocomparto e quanti sono i comparti di ciascun fondo multicomparto. La suddivisione del singolo fondo in più comparti autonomi deve ritenersi abbia rilievo ai soli fini del diritto di conversione (c.d. *switch*) riconosciuto all'investitore; nel senso che l'inclusione di più comparti sotto il nome di uno stesso fondo servirà a delimitare il perimetro degli investimenti entro cui il quotista può modificare il proprio investimento.

¹⁶⁵ Del resto, anche un illustre Autore (P. G. JAEGER, *Sui fondi comuni d'investimento*, cit., p. 1134) avvertiva che occorre mettersi «in guardia contro la tendenza ad attribuire un eccessivo valore interpretativo alla lettera delle formule adottate dai redattori dei progetti [legislativi, *n.d.a.*], dato che queste rivelano notevoli incertezze e contraddizioni».

¹⁶⁶ R. SANSONE, *La natura giuridica del fondo comune di investimento*, cit., p. 1065. Pur muovendo da un'impostazione differente (sopra riportata), giunge a questa conclusione anche F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 133, testo e nt. 258. Problema particolarmente delicato (tant'è che è quello che ha provocato la pronuncia della Cassazione n. 16605/2010) è quello che riguarda la trascrizione immobiliare. Le soluzioni astrattamente percorribili paiono essere due: effettuare la trascrizione a favore della Sgr e specificare nel "quadro D" che il bene è compreso in un determinato fondo d'investimento; oppure trascrivere il bene a favore del fondo e specificare nel "quadro D" la Sgr che quel fondo gestisce. Oltre a quanto detto dalla pronuncia della Suprema Corte, in dottrina C. GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni d'investimento*, cit., p. 1155 s., ritiene che occorrerebbe trascrivere non gli atti di acquisto effettuati dalla Sgr «per conto del fondo», ma anche lo stesso «vincolo pertinenziale», il che sarebbe possibile applicando il combinato disposto degli artt. 2645 e 2643, che consente la trascrizione di atti atipici che producano uno degli effetti (tipici) dei negozi menzionati all'art. 2643, nonché, oggi, con richiamo anche a quanto dettato in tema di atti di destinazione patrimoniale a

d'altronde esattamente ciò che accade alle Sicav e alle Sicaf multicomparto, rispetto alle quali non v'è dubbio che i rapporti giuridici vadano imputati ad esse ma con specificazione del comparto di inerenza; ed è esattamente ciò che accade anche alle s.p.a. di diritto comune che costituiscono un patrimonio destinato ai sensi dell'art. 2447-*bis*, comma 1, lett. a), c.c., le quali – come si dirà meglio oltre – si muovono nel traffico giuridico quali società, ma attraverso la “menzione” del vincolo di destinazione fanno confluire un determinato rapporto giuridico entro il compendio separato. E allora, simile “menzione” è quella che il legislatore evidentemente sottende quando, esprimendosi forse con una certa ambiguità, parla di obbligazioni assunte «per conto del fondo».

Altra conseguenza molto importante ai fini dell'analisi condotta nel presente lavoro è la seguente: quelli che sono stati sempre tradizionalmente chiamati “Oicr contrattuali” per contrapporli ai cosiddetti. “Oicr statuari”¹⁶⁷ condividono in realtà la stessa natura societaria di questi ultimi¹⁶⁸. Come si vedrà più nel dettaglio nel prosieguo

norma dell'art. 2645-*ter*. È stato tuttavia rilevato (A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari*, cit., p. 253 ss.) come gli elementi del quadro D non possano rappresentare la chiave di accesso per l'interrogazione del sistema, con la conseguenza che in caso di mutamento della Sgr intestataria si determinerebbero serie difficoltà nell'identificazione dell'immobile, posto che l'interrogazione non potrebbe riguardare il fondo, indicato nel quadro D; viceversa, il trasferimento di immobili da un fondo all'altro, che avrebbe invece natura traslativa, verrebbe a non essere oggetto di pubblicità vera e propria, ma, in maniera anomala, produrrebbe unicamente una eventuale modifica del contenuto del quadro D. Per queste ragioni, sarebbe una soluzione migliore quella di eseguire la trascrizione a favore del fondo, con specificazione della Sgr nel quadro D: il che, si osserva, consentirebbe appunto di mantenere immutato il risultato pubblicitario finché l'immobile rimane compreso nel medesimo fondo. Tale soluzione potrebbe forse condividersi per i vantaggi meramente pratici che assicura, ma resta il fatto che la qualificazione della Sgr come società multicomparto imporrebbe invero di trascrivere gli immobili a favore della società ma con specificazione del vincolo di separazione, al pari di quanto accade per le s.p.a. di diritto comune costituenti patrimoni destinati ai sensi degli artt. 2447-*bis* ss.

¹⁶⁷ La disciplina sugli organismi di investimento collettivo del risparmio è stata distinta dal legislatore tra Oicr contrattuali e Oicr statuari: tradizionalmente si dice che i primi si caratterizzerebbero per la circostanza che il rapporto di partecipazione dell'investitore all'organismo è regolato da un documento contrattuale (nella specie, il regolamento del fondo), mentre i secondi si caratterizzerebbero per il fatto che il rapporto di partecipazione all'organismo sarebbe disciplinato da disposizioni di rango statutario (nella specie, lo statuto della stessa Sicav o Sicaf). Così P. CASELLA – E. RIMINI, voce *Fondi comuni di investimento*, cit., p. 211; V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 565 s.

¹⁶⁸ Si considerino, ad esempio, quelle che vengono descritte (si veda V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 568) come le caratteristiche del fondo comune d'investimento: si tratta di un patrimonio costituito da un complesso di beni e di rapporti giuridici; i beni sono inizialmente quelli apportati dai partecipanti del fondo a seguito della sottoscrizione e liberazione delle quote di partecipazione al fondo; l'apporto economico del singolo partecipante che alimenta la costituzione del patrimonio non resta separato da quello degli altri partecipanti al medesimo fondo, ma va piuttosto ad alimentare un patrimonio unitario ed indiviso, al quale partecipano pro-quota tutti gli investitori nel medesimo fondo; tale iniziale complesso di beni è destinato fisiologicamente a mutare di composizione e natura a seguito del loro impiego secondo la politica del fondo; afferiscono al patrimonio anche le relazioni giuridiche emergenti o risultanti dalla gestione del fondo. Ebbene, le appena riportate caratteristiche, a ben vedere, paiono riprodurre esattamente la fenomenologia di una qualunque società, mediante cioè i conferimenti, la confusione dei beni conferiti dai singoli soci, la costituzione di un patrimonio comune sul quale ciascuno vanta diritto ad una quota (del netto) e la destinazione del patrimonio così composto ad un'attività economica con conseguenti inevitabili mutamenti quantitativi e qualitativi. Rilevano elementi di analogia

della presente sezione e nel secondo capitolo, la disciplina dei diritti patrimoniali e del governo societario dei due modelli si è nel tempo molto avvicinata; si è pertanto parlato di una contrattualizzazione del modello statutario e di una contestuale statutarizzazione del modello contrattuale¹⁶⁹. Dunque, «la “distanza” che – nelle declamazioni – separa forme contrattuali e forme statutarie [è], in realtà, meno profonda di quanto potrebbe apparire a prima vista. Il "totem" della soggettività giuridica – che dovrebbe fungere da linea di demarcazione tra forme di OICR contrattuali e forme societarie – si rivela essere un idolo di cartapesta, e le due forme sono in realtà ben più vicine di quanto si potrebbe assumere in via preliminare»¹⁷⁰.

Viene perciò da chiedersi in cosa consista la differenza tra questi due modelli. Innanzi tutto, bisogna considerare che Sicav e Sicaf non sono necessariamente s.p.a. multicompartimentali, trattandosi solamente di un'eventualità. Ma, laddove questa si verifichi, la differenza sta nelle diverse strutture patrimoniali. Più precisamente, se da un lato è vero che ciascun comparto, sia di una Sicaf o Sicav multicomparto sia di una Sgr, ha i propri investitori, dall'altro, mentre tutti i comparti di una Sicav o Sicaf hanno risorse investite in un'attività finanziaria, nel caso delle Sgr il comparto “centrale” – come si è detto sopra – è impegnato in un'attività gestoria. Può dunque riconoscersi lo schema, rispettivamente, dei gruppi societari orizzontali e dei gruppi verticali: il comparto centrale della Sgr è come il patrimonio di una capogruppo, dedicato ad

tra la fattispecie delle Sicav multicomparto e quella dei fondi comuni d'investimento, in ragione dell'autonomia dei diversi comparti patrimoniali, M. LA VECCHIA (– S. PALLINI – B. SZEGÖ), *Commento all'art. 43*, cit., p. 339; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 66 s.

¹⁶⁹ In argomento si veda F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 122, il quale osserva come «sotto un primo profilo, il modello contrattuale risulti, per diversi aspetti, influenzato da schemi propri del diritto societario e, quindi, dalle regole che governano (salvo deroghe) gli OICR statuari. Una situazione speculare pare, peraltro, osservabile là dove si consideri il modello statutario di OICR, che risulta, nel contesto della disciplina sulla gestione collettiva – profondamente modificato per effetto di impostazioni e schemi che provengono dallo schema tipico del fondo comune di investimento». Nello stesso senso R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 207; S. ALVARO, *Risparmio gestito e personalità giuridica nei mercati finanziari: alcune peculiari interazioni tra fondi comuni e società quotate nella prassi applicativa*, in *Rivista bancaria*, 6/2017, p. 90, secondo cui «[o]ltre alla banale considerazione del fatto che anche la società – sebbene dotata di una propria personalità giuridica e di una propria organizzazione – è comunque sempre un contratto e che, quindi, entrambe le forme di organizzazione degli OICR (siano esse a schema contrattuale o statutario) si basano su un contratto, laddove anche ai fondi comuni fossero imposte regole organizzative interne per ovviare a situazioni di potenziale conflitto di interesse, entrambi i contratti (il contratto di società della SICAV ed il regolamento del fondo per i fondi comuni) verrebbero infatti ad organizzare in modo molto simile una attività di investimento tramite la creazione di organi e di regole dell'agire». Invita a non esagerare la differenza tra i due modelli anche P. GIUDICI, voce *Società di gestione del risparmio*, cit., p. 1098 s. e p. 1112, dove l'Autore evidenzia «quanto lo schema dei fondi comuni possa avvicinarsi a quello delle società d'investimento e, addirittura, possa nei fatti essere usato anche per mascherare strutture che operano come vere e proprie società di capitali».

¹⁷⁰ Così F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 134 s.

un'attività gestionale/organizzativa (e difatti le sue entrate non sono date dagli esiti degli investimenti quanto dalle commissioni sulla gestione). Un investitore potrebbe o investire nel fondo d'investimento e quindi rischiare sugli investimenti fatti, o investire nel comparto centrale, e quindi rischiare sull'economia della gestione della costellazione di fondi. Le Sicav e la Sicaf multicomparto, invece, riproducono la struttura dei gruppi orizzontali, dove manca un patrimonio "centrale" e tutti i vari compendi sono direttamente impiegati nell'attività imprenditoriale, salvo un coordinamento a livello centralizzato.

Intendere una Sgr come una società multicomparto significa poi inquadrarla come una s.p.a. dotata di più comparti a mezzo dei quali si realizza una compartimentazione esterna: la società avrà più ceti creditori perché, come prevede l'art. 36, comma 4, T.u.f., i creditori di un comparto non potranno aggredire i beni compresi negli altri comparti. Dunque, come precisa la legge, delle obbligazioni assunte per conto del fondo, ossia nell'ambito di un settore di investimento cui è dedicato un certo fondo, la società risponde entro i limiti del patrimonio contenuto nello stesso.

Ma intendere la Sgr come una società multicomparto consente di affermare che essa presenta anche una compartimentazione interna, nel senso della presenza di investitori i cui diritti patrimoniali sono correlati al suo andamento nei vari settori di sua operatività: infatti, ciascun fondo d'investimento presenta una struttura finanziaria composta da quote attributive ai loro sottoscrittori di diritti patrimoniali correlati alla consistenza del fondo. Vi è dunque anche in questo caso quel cumulo di compartimentazione interna ed esterna in ragione del quale gli investitori, una volta che i loro diritti si saranno cristallizzati in un diritto di credito perfetto, potranno soddisfarsi unicamente sui beni compresi nel fondo d'investimento.

Pertanto, al pari delle Sicav e delle Sicaf multicomparto, anche la Sgr riproduce per ciascun fondo d'investimento una struttura patrimoniale e finanziaria connotata da quel cumulo di compartimentazione esterna ed interna che la rende del tutto analoga a quella di una società monocomparto.

Una conseguenza dell'inquadramento come società multicomparto riguarda anche la disciplina delle obbligazioni extracontrattuali. Questo aspetto non è espressamente disciplinato dalla legge¹⁷¹. In realtà, qui si pone il problema di capire se la diversa

¹⁷¹ E. SCHIAVELLO, *La natura giuridica dei fondi comuni*, cit., p. 118, il quale ipotizza quali esempi di fattispecie da cui potrebbe sorgere una responsabilità extracontrattuale nell'ambito della gestione del fondo la responsabilità precontrattuale ai sensi dell'art. 1337 e 1338 c.c., la responsabilità per dolo

struttura patrimoniale rispetto alle Sicav e alle Sicaf, nel senso detto appena sopra, comporti delle conseguenze al riguardo; nel senso cioè che occorre chiedersi se la presenza di un comparto “centrale” possa far sì che le obbligazioni contrattuali vengano variamente dirottate su questo. Come visto nella precedente sezione a proposito delle società d’investimento, il problema è se possa ritenersi applicabile analogicamente l’art. 2447-*quinquies*, comma 3, secondo periodo, c.c.¹⁷².

contrattuale e la responsabilità da esercizio di attività di direzione e coordinamento in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale ai sensi dell’art. 2497 c.c.

¹⁷² La disposizione citata, dettata con riguardo ai patrimoni destinati di diritto comune, dopo che il legislatore ha stabilito che, salvo diversa disposizione della delibera costitutiva, «per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato», precisa che «[r]esta salva tuttavia la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito». In tema, si è osservato (E. SCHIAVELLO, *La natura giuridica dei fondi comuni*, cit., p. 120 ss.) che la disposizione di cui all’art. 36, comma 4, T.u.f., nella misura in cui circoscrive ai beni del fondo la garanzia patrimoniale per i debiti «contratti per conto del fondo», ricorda quella contenuta all’art. 170 c.c. che, a proposito del regime di responsabilità del fondo patrimoniale, preclude le azioni esecutive sui beni e sui frutti del fondo stesso in casi di «debiti *contratti* per scopi estranei ai bisogni della famiglia»; ebbene, considerato che l’orientamento consolidato della giurisprudenza ritiene di dover interpretare il riferimento alle obbligazioni *contratte* in senso lato, e dunque non circoscritto alle obbligazioni di matrice contrattuale, si è ipotizzato possa adottarsi una simile interpretazione estensiva anche con riguardo alla disciplina dei fondi d’investimento e dunque circoscrivere ai beni del fondo la garanzia patrimoniale anche dei creditori extracontrattuali degli affari cui il fondo è dedicato. Una simile ricostruzione, si è detto, eviterebbe il rischio di divaricazione tra il vantaggio economico che può conseguire all’illecito (di cui beneficiano il fondo e, indirettamente, gli investitori) e l’onere della relativa responsabilità. Gli investitori conserverebbero in tal caso il diritto di essere risarciti dalla Sgr per il danno loro arrecato dall’illecito, ma nella determinazione del danno risarcibile (pari alla diminuzione del valore patrimoniale delle quote del fondo) dovrebbe tenersi conto del vantaggio economico anzidetto; i creditori, inoltre, potrebbero contare sulla garanzia offerta da un patrimonio (quello del fondo) di regola più capiente di quello della Sgr. L’Autore solleva però dubbi riguardo alla correttezza di una simile ricostruzione, da momento che nel caso del fondo patrimoniale le conclusioni cui perviene la giurisprudenza di legittimità troverebbero nell’art. 170 c.c. un addentellamento testuale che mancherebbe invece nell’art. 36, comma 4, T.u.f.: vi è nella prima norma un riferimento di carattere funzionale («debiti ... contratti per scopi estranei ai bisogni della famiglia») che è assente nella seconda, la quale utilizza una qualificazione («obbligazioni contratte per suo conto») propria dell’agire negoziale; né verrebbe in soccorso l’art. 2447-*quinquies*, comma 3, c.c. che distingue espressamente tra «obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare» e «obbligazioni derivanti da fatto illecito», con ciò implicitamente negando che la prima espressione possa essere riferita anche alle obbligazioni di fonte non contrattuale. Si potrebbe però ragionare diversamente e, in particolare, ritenere il citato art. 2447-*quinquies*, comma 3, espressione di un principio generale inteso a tutelare i creditori cc.dd. involontari rendendogli inopponibile la separazione patrimoniale. Se così fosse, dovrebbe ammettersi che delle obbligazioni che, pur sorte nell’ambito della conduzione degli affari cui è dedicato il fondo d’investimento, trovano fonte in un fatto illecito, risponde la società multicompartimentale nel suo complesso, ossia la Sgr assieme ai suoi fondi d’investimento. Un’altra via per tentare di ricostruire la disciplina delle obbligazioni extracontrattuali potrebbe essere quella di reputare la norma di cui all’art. 2447-*quinquies*, comma 3, secondo periodo, una disposizione di carattere eccezionale e dunque non suscettibile di assurgere a principio generale di disciplina per le società multicompartimentali in genere. Se quest’ultima considerazione fosse condivisibile, e se alle ragioni di ordine sistematico se ne aggiungessero altre di carattere teleologico intese ad evidenziare una maggior coerenza con la finalità degli istituti della soluzione da ultimo prospettata, potrebbe allora concludersi che delle obbligazioni da fatto illecito che sorgono nell’ambito della gestione di un fondo risponde esclusivamente il fondo, non essendo applicabile in via analogica l’art. 2447, comma 3, secondo periodo, per eccezionalità della disposizione e per differenza tra società (seppur parimenti multicompartimentali) industriali da un lato e finanziarie dall’altro.

Per concludere, può osservarsi che se una s.p.a. svolge l'attività di gestione collettiva del risparmio può dotarsi di una struttura multicompartimentale sia come Sicav o Sicaf, sia come Sgr. Il che, alla luce delle considerazioni sopra svolte in merito alla progressiva perdita di una connotazione strettamente finanziaria di tale attività nonché della perdita del necessario ricorso al «pubblico» risparmio, a favore di un'apertura verso attività più tipicamente imprenditoriali (o, pare più corretto dire, industriali e commerciali), rende particolarmente appetibile il ricorso a questi sotto-tipi di società per azioni e alle possibilità di strutturazione che essi offrono.

3.2. La struttura patrimoniale: le quote dei partecipanti.

Se si ricostruisce la Sgr come società multicomparto, l'analisi della sua struttura finanziaria deve muovere dalla ricostruzione della sua struttura patrimoniale. Questa – si è visto nel precedente paragrafo – può essere descritta nei seguenti termini: vi è un comparto “centrale”, quello generalmente definito come “patrimonio della Sgr”, e singoli comparti “periferici”, rappresentati dai diversi fondi comuni di investimento costituiti (o comunque gestiti) dalla medesima Sgr.

La struttura finanziaria dei due tipi di comparto è, a prima vista, ben diversa.

Il comparto centrale presenterà la struttura finanziaria propria del patrimonio di una comune società per azioni, posto che nessun limite è stato posto dal legislatore al riguardo¹⁷³.

Questa circostanza fa sì che una Sgr possa avere una struttura multicompartimentale a doppio livello: non solo, cioè, nel senso di essere composta da più comparti patrimoniali autonomi (almeno due), cui corrispondono altrettanti ceti creditori ed altrettanti ceti di investitori; ma anche nel senso che il comparto “centrale” della Sgr può a sua volta presentare struttura multicompartimentale. Si pensi, in tale ultimo senso, all'ipotesi in cui la Sgr emetta sul proprio comparto centrale azioni correlate all'andamento di uno o più specifici fondi comuni di investimento. O, ancora, all'ipotesi in cui emetta obbligazioni o altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti patrimoniali correlati ai risultati economici conseguiti da uno o più fondi d'investimento specificamente individuati. In questo caso, la struttura della fattispecie assomiglierebbe molto a quella analizzata sopra a proposito della società capogruppo emittente azioni

¹⁷³ L'art. 34 T.u.f., cioè, non pone alcun divieto di emissione di azioni di categoria speciale, o di strumenti finanziari partecipativi o infine di obbligazioni.

correlate all'andamento di società controllate o comunque ricomprese nel proprio gruppo (cc.dd. *subsidiary shares*).

Occorre ora guardare alla struttura finanziaria dei fondi comuni di investimento, trattando dei diritti patrimoniali attribuibili a coloro che investono in essi¹⁷⁴.

In mancanza di diversa previsione nel regolamento del fondo¹⁷⁵, ciascun investitore nel fondo, a fronte del proprio apporto economico¹⁷⁶, riceve una o più quote

¹⁷⁴ A proposito del rapporto tra gli investitori e la Sgr, la dottrina maggioritaria è concorde nel ritenere che con la sottoscrizione delle quote s'instauri un rapporto contrattuale individuale, sicché alla Sgr fa capo un insieme di contratti uniformi, unilateralmente predisposti dalla società ma pur sempre fondativi di tanti rapporti quanti sono i sottoscrittori di quote, dovendosi escludere che possa ravvisarsi una fattispecie di contratto plurilaterale in ipotesi fondato sulla posizione unitaria del gruppo dei partecipanti al fondo: così M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 37; M. MIOLA (– F. BRIOLINI), *Commento all'art. 36*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, cit., p. 318; V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 571; P. CASELLA – E. RIMINI, voce *Fondi comuni di investimento*, cit., p. 220 s., secondo i quali tale soluzione s'impone in considerazione del fatto che la pluralità dei sottoscrittori non è essenziale ai fini del sorgere del rapporto di gestione (anzi, tra i partecipanti non s'instaura alcun legame), del fatto che non è ravvisabile, in tale rapporto, uno scopo comune, del fatto che manca qualsiasi elemento organizzativo, di collaborazione e di cooperazione, e infine del fatto che il singolo partecipante in nessun caso ha la possibilità di eccepire la nullità del proprio contratto di investimento per il venir meno di un'altra partecipazione (considerata come essenziale ai sensi dell'art. 1420 c.c.); R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 410 s.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 199.

¹⁷⁵ Su cui si veda oltre nel testo.

¹⁷⁶ In dottrina si è osservato che nonostante il richiamo, contenuto all'art. 36, comma 3, T.u.f., alla disciplina del mandato ai fini dell'individuazione della normativa applicabile circa la responsabilità della Sgr verso i partecipanti al fondo, il rapporto tra questi ultimi e la società di gestione non sia in realtà riconducibile al contratto di mandato, configurandosi invece come un contratto tipico di gestione patrimoniale, rispetto al quale la normativa sul mandato può al più assumere il ruolo di punto di riferimento per l'individuazione dei principi generali del rapporto gestorio, suscettibili di applicazione transtipica: così M. MIOLA (– F. BRIOLINI), *Commento all'art. 36*, cit., p. 319 s.; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 37 s.; R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 412; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 200; ID., *La struttura dei fondi comuni d'investimento*, cit., p. 282 ss., dove osserva che dovrebbe escludersi la configurabilità di un rapporto di mandato in ragione della circostanza per cui al gestore del fondo non viene demandato il compimento di una serie di atti giuridici, ma di esercitare un'attività d'impresa; inoltre – prosegue l'Autore – l'autonomia gestionale necessariamente vantata dal gestore del fondo si porrebbe in radicale contrasto con la disciplina del mandato, che si esprime statuendo un completo dominio del potere direttivo del mandante (in ipotesi, i partecipanti al fondo) in ordine alle scelte del mandatario; ancora: quello del fondo comune di investimento è un "fenomeno di massa" che presumibilmente dovrebbe incontrare non poche difficoltà a lasciarsi cogliere da un rapporto, come quello di mandato, permeato di elementi "fiduciari", caratterizzato da uno stretto *intuitus personae* tra le parti, sicché non potrebbe ricondursi al mandato un rapporto in cui le parti possono e debbono mutare senza alcun riferimento alle persone che di volta in volta assumono la posizione di mandante e di mandatario. Di diverso avviso G. FERRI jr., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, p. 27, p. 51 ss. e p. 65 ss., secondo cui il rapporto tra quotisti e Sgr sarebbe invece riconducibile al contratto di mandato, in quanto tale tipo contrattuale rappresenterebbe lo schema generale idoneo a ricomprendere ogni fenomeno gestionale sotto il profilo delle caratteristiche strutturali dell'attività gestoria, quale sarebbe quella che la Sgr presta sul denaro apportato dai partecipanti al fondo a vantaggio di questi ultimi. L'Autore osserva come nel rapporto di gestione si rinvenga appunto lo schema della gestione nell'interesse altrui tipica del mandato, dove l'interesse altrui che deve perseguire il mandatario (ossia, la Sgr) sarebbe qui l'interesse dei partecipanti al fondo che viene ipostatizzato nell'interesse del fondo (così p. 66 e p. 71 nt. 124); l'Autore osserva peraltro che la qualificazione di un rapporto di gestione in termini di mandato non impone che tutte le norme dettate per tale tipo contrattuale siano applicabili. La fattispecie di rapporto gestorio in esame si caratterizzerebbe poi, rispetto allo schema

che identificano l'entità della propria partecipazione al fondo e veicolano (la misura dei) diritti derivanti dal rapporto di partecipazione, come disciplinato dal regolamento medesimo¹⁷⁷. Le quote sono tra loro uguali, esprimendo pari valore e riconoscendo ai loro sottoscrittori i medesimi diritti¹⁷⁸.

Ebbene, ciascuna quota dà diritto ad una porzione del patrimonio netto del fondo¹⁷⁹, di cui l'investitore ha diritto alla liquidazione in occasione dello scioglimento del fondo ovvero anche prima, in caso di esercizio del diritto di recesso¹⁸⁰.

Le quote del fondo possono poi dare diritto anche ad una distribuzione periodica delle consistenze del fondo¹⁸¹: un tanto è espressamente consentito dall'art. 37, comma 2, lett. e), T.u.f., ai sensi del quale il regolamento del fondo deve stabilire, tra l'altro, anche «i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi»¹⁸².

In sintesi: finché dura il rapporto contrattuale, il quotista ha diritto (se previsto) ai proventi periodici della gestione; allo scioglimento del contratto per recesso o per scadenza del termine del fondo, lo stesso ha diritto alla liquidazione della propria quota di patrimonio netto qualora questo presenti un saldo positivo¹⁸³.

Da quanto sin qui illustrato emerge una certa affinità con le partecipazioni societarie ed in particolare con i diritti patrimoniali caratteristici della posizione di

generale del mandato, per due circostanze strettamente collegate tra loro: da un lato, il carattere collettivo della gestione stessa (ed infatti la quota di partecipazione rappresenterebbe la posizione attiva del rapporto di mandato che intercorre tra il singolo partecipante e la società di gestione), la "spersonalizzazione" della posizione del mandante (conseguente all'anonimia ed alla variabilità dei mandanti) e la variabilità ed anonimia dei mandanti (ciascuno dei quali può in ogni tempo revocare il mandato limitatamente alla propria quota di competenza del fondo) sarebbero proprio le caratteristiche che precludono l'applicazione della regola (implicitamente posta dall'art. 1711, comma 2, c.c.) che attribuisce al mandante il potere di imporre al mandatario direttive vincolanti: vd. *ivi*, p. 76 ss.; dall'altro, la circostanza per cui oggetto del mandato non è la gestione del patrimonio del mandante bensì un patrimonio (il fondo comune) costituito appositamente tramite versamenti di somme di denaro da parte di una pluralità di mandanti e di cui l'attività di gestione deve tendere a massimizzare il valore monetario (così a p. 68 s. e p. 85 ss.). In questa prospettiva, la richiesta di rimborso della quota esprime la forma tipica, nel caso di specie dei fondi comuni di investimento, di revoca del mandato (p. 73 ss.).

¹⁷⁷ Così V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 570; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 50.

¹⁷⁸ Si veda l'analisi all'epoca svolta da P. CASELLA – E. RIMINI, voce *Fondi comuni di investimento*, cit., p. 219; M. MIOLA (– F. BRIOLINI), *Commento all'art. 36*, cit., p. 315.

¹⁷⁹ M. MIOLA (– F. BRIOLINI), *Commento all'art. 36*, cit., p. 330; G. FERRI jr., *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale*, cit., p. 3; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 199.

¹⁸⁰ A seconda del momento in cui l'investitore può esercitare tale diritto dipende la distinzione tra fondi aperti e fondi chiusi: secondo la definizione contenuta all'art. 1, comma 1, lett. k-bis) e k-ter), T.u.f.

¹⁸¹ V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 572.

¹⁸² In argomento si veda V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 572. Sulla differenza tra i "proventi" e gli "utili" distribuibili agli azionisti, si veda sopra, nella precedente sezione, il paragrafo 2.2.

¹⁸³ M. G. IOCCA, *Commento all'art. 36*, cit., p. 420.

socio¹⁸⁴. Difatti, benché generalmente il diritto che un investitore vanta nei confronti del fondo comune venga inquadrato in termini di diritto di credito (seppur commisurato al risultato di gestione)¹⁸⁵, al pari di un azionista questi ha diritto ad una quota del patrimonio netto e dunque, sotto il profilo giuridico, «a fronte delle somme acquisite, non sorge in capo al gestore un obbligo di rimborso delle stesse, quanto piuttosto del valore della quota alla data nella quale si esaurisce il rapporto di partecipazione»¹⁸⁶; valore, che ben può arrivare ad essere nullo.

Inoltre, si è notato che, analogamente a quanto accade per le azioni (o per le quote di una s.r.l.), la quota del fondo d'investimento non si esaurisce nell'incorporazione dei suddetti diritti patrimoniali, ma incorpora l'intero fascio di posizioni giuridiche soggettive, attive e passive¹⁸⁷, riassumibile nel concetto di *partecipazione*, quale previsto e disciplinato dal regolamento del fondo¹⁸⁸.

¹⁸⁴ Lo rileva M. MIOLA (– F. BRIOLINI), *Commento all'art. 36*, cit., p. 329, considerando che la partecipazione al fondo è commisurata al numero delle quote sottoscritte ed il valore delle singole quote si ottiene attraverso la divisione tra il valore complessivo del fondo comune di investimento ed il numero delle quote emesse e non rimborsate, oltretutto per il fatto di essere tutte del medesimo valore e di attribuire i medesimi diritti. L'affinità è notata anche da F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 154, secondo cui «[u]n altro profilo che consente di apprezzare l'influenza dei modelli societari nel campo degli OICR contrattuali è rappresentato dalle quote di partecipazione al fondo. La stessa circostanza per la quale, nell'OICR contrattuale, il patrimonio comune è suddiviso in, e rappresentato da, quote offre, di per sé, una certa assonanza con la disciplina delle società azionarie e con la suddivisione in azioni del capitale».

¹⁸⁵ Così Cass. 14 luglio 2003, n. 10990, ripresa da Cass. 16605/2010; in questo senso, in dottrina, si sono pronunciati P. CASELLA – E. RIMINI, voce *Fondi comuni di investimento*, cit., p. 219; M. MIOLA (– F. BRIOLINI), *Commento all'art. 36*, cit., p. 315; R. SANSONE, *La natura giuridica del fondo comune di investimento*, cit., p. 1061; M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 640; R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 409 s.; F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 156; quest'ultimo Autore, peraltro, a p. 158 osserva come tale diritto possa variamente atteggiarsi a seconda di quanto previsto dal regolamento del fondo, potendosi prevedere che il diritto al rimborso delle somme versate sorga a scadenze determinate oppure sia rinviato, in tutto o in parte, alla fase di liquidazione del fondo, oppure sia addirittura escluso, in quanto versamento a fondo perduto; sotto il profilo della remunerazione dell'investimento, lo schema potrebbe prevedere o meno il riconoscimento di interessi, variamente configurati (fissi, variabili, indicizzati, ecc.). In entrambi i casi, tuttavia, l'Autore (alla successiva p. 159) precisa che, a sua opinione, non si tratta di forme diverse di compartecipazione al fenomeno collettivo, ma di rapporti che si collocano in una posizione distinta da quest'ultimo (configurando perciò non apporti a titolo di sottoscrizione di quote, bensì apporti atipici). Inoltre, l'assenza, nel caso dei fondi d'investimento, di regole a proposito di requisiti patrimoniali minimi esclude l'applicabilità agli apporti atipici di norme presupponenti la disciplina del capitale sociale, quale quella sulla postergazione dei finanziamenti soci (*ivi*, a p. 160). Critici rispetto alla configurazione della posizione dei quotisti come creditori del fondo P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo*, cit., p. 756 s., testo e nt. 5, e A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari*, cit., p. 245.

¹⁸⁶ V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 572.

¹⁸⁷ Una possibile situazione passiva consiste, ad esempio, nei cc.dd. “richiami” che l'organo amministrativo può sollecitare ai quotisti nel corso della durata del fondo.

¹⁸⁸ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 156. A proposito del rapporto contrattuale tra investitore e Sgr, la dottrina maggioritaria è concorde nel ritenere che la sottoscrizione delle quote dei fondi comuni comporti la conclusione di un contratto per adesione (laddove il regolamento del fondo costituisce appunto le condizioni generali predisposte unilateralmente da una parte), secondo lo schema di cui all'art. 1341 s. c.c., tra la società di gestione e il risparmiatore che investe

Occorre ora chiedersi se possano essere create categorie diverse di quote, con caratteristiche che allontanino la partecipazione del quotista dalla fattispecie simil-azionaria.

Inizialmente il T.u.f. lo escludeva, prescrivendo che tutte le quote dovessero senza eccezione attribuire gli stessi diritti¹⁸⁹. Ciò rappresentava tuttavia una netta limitazione delle possibilità offerte all'autonomia privata a quanti investivano, invece, in realtà societarie comuni. Questo limite è caduto nel 2003: il nuovo art. 36, comma 5, T.u.f. non fa più menzione di un obbligo di emettere quote dotate degli stessi identici diritti; sicché è opinione ormai pacifica che su uno stesso fondo, sia esso aperto o chiuso, possano essere emesse quote di differenti categorie perché dotate di diritti patrimoniali diversi (del tutto analogamente a quanto previsto per le azioni dall'art. 2348 c.c.), fermo restando che le quote di ciascuna classe dovranno essere di eguale valore e dotate dei medesimi diritti¹⁹⁰.

La circostanza che l'attuale dato normativo non precluda l'emissione di quote di categorie diverse, dotate di diritti patrimoniali diversi, pone però ovviamente il problema di capire in cosa i diritti patrimoniali dei quotisti possano considerarsi "diversi", dovendosi anche tener conto che ciascun fondo d'investimento deve pur sempre presentare caratteristiche riconducibili ad uno degli schemi tassativamente previsti dal legislatore (quali fondo aperto armonizzato, fondo aperto non armonizzato,

le proprie risorse economiche, dovendosi escludere la sussistenza di un contratto plurilaterale fondato sulla posizione unitaria del gruppo dei partecipanti al fondo. In argomento si vedano: G. LEGGIERI, *Commento all'art. 39*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, I, Torino, 2012, p. 592; R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 410 s.; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 37; M. MIOLA (– F. BRIOLINI), *Commento all'art. 36*, cit., p. 318; V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 571; P. CASELLA – E. RIMINI, voce *Fondi comuni di investimento*, cit., p. 220 s., secondo i quali tale soluzione sarebbe s'imporrebbe in considerazione del fatto che la pluralità dei sottoscrittori non è essenziale ai fini del sorgere del rapporto di gestione (anzi, tra i partecipanti non s'instaura alcun legame), del fatto che non sarebbe ravvisabile, in tale rapporto, uno scopo comune, del fatto che mancherebbe qualsiasi elemento organizzativo, di collaborazione e di cooperazione, ed infine del fatto che il singolo partecipante in nessun caso avrebbe la possibilità di eccepire la nullità del proprio contratto di investimento per il venir meno di un'altra partecipazione (considerata come essenziale ai sensi dell'art. 1420 c.c.); R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 199.

¹⁸⁹ La vecchia formulazione dell'art. 36, comma 8, T.u.f., recitava: «[l]e quote di partecipazione ai fondi comuni, tutte di uguale valore e con uguali diritti, (...)».

¹⁹⁰ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 157 s., il quale peraltro evidenzia come possa in concreto risultare malagevole tracciare la linea di demarcazione tra la suddivisione del patrimonio in quote di classi diverse e la sua strutturazione in diversi comparti; V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 570; M. G. IOCCA, *Commento all'art. 36*, cit., p. 420. Cfr. anche G. LEGGIERI, *Commento all'art. 39*, cit., p. 595, il quale sottolinea come il regolamento del fondo sia anche strumento di concorrenza nel mercato dell'intermediazione finanziaria (seppur nei limiti consentiti dalla normativa), giacché nella predisposizione del regolamento la Sgr potrà "disegnare" prodotti innovativi da offrire agli investitori ponendosi in competizione con altri gestori collettivi; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 50 nt. 220.

fondo chiuso, fondo riservato, fondo speculativo, fondo garantito) giacché è inibita alla Sgr la creazione di modelli “atipici” di fondo ovvero la contaminazione di modelli tipici¹⁹¹.

Al riguardo, il dato di partenza è la considerazione per cui, negli Oicr contrattuali, la materia delle classi o categorie di quote è interamente rimessa all'autonomia negoziale¹⁹².

Se partiamo dal dato sopra considerato, per cui i diritti patrimoniali dei quotisti, quali stabiliti in via residuale dal legislatore, sono pressoché assimilabili a quelli degli azionisti, un primo punto potrebbe essere ritenere che la differenziazione attuabile tra categorie di quotisti sia la stessa attuabile tra categorie di azionisti. Quindi, come per gli azionisti, potranno innanzitutto essere introdotte clausole di privilegio o postergazione, rispettivamente, a favore o a sfavore di una categoria piuttosto che di un'altra¹⁹³. Ancora: potranno essere previste maggiorazioni del diritto sulla porzione di netto in sede di liquidazione della quota.

Le categorie di quote potrebbero differenziarsi anche per il diritto alla distribuzione dei proventi degli affari cui il fondo è destinato; nel senso che tale diritto, ad esempio, potrebbe essere previsto a favore di alcune categorie ma non di altre, oppure potrebbe gestirsi l'ordine di ripartizione attraverso clausole di privilegio o di maggiorazione.

Occorre ora verificare se i diritti patrimoniali attribuibili dalle quote possano consistere in puri diritti di credito od anche, in alternativa, in diritti di credito condizionati nell'entità o nei tempi del rimborso all'andamento economico del fondo (mutuando l'espressione impiegata dal legislatore all'art. 2411, comma 3, c.c.). In sostanza, la questione è se le quote possano essere rese, in misura maggiore o minore, titoli più propriamente di debito.

Una prima obiezione che potrebbe muoversi riguarda la natura delle quote: queste nascono come strumenti finanziari incorporanti una posizione di rischio, non di credito, posto che i quotisti sopportano l'alea dell'andamento degli affari in cui vengono investiti, in monte, i risparmi raccolti tra i sottoscrittori. Renderle titoli di debito

¹⁹¹ Così M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 19.

¹⁹² F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 158.

¹⁹³ Cfr. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 152, testo e nt. 286, il quale ammette possa essere emesse una quota di classe cui spettano diritti patrimoniali tali da incidere in senso peggiorativo sui diritti spettanti ad altre categorie di quote (si fa l'esempio di una categoria di quote che attribuisca ai relativi titolari diritti patrimoniali privilegiati, rispetto a quelli già spettanti alle altre categorie di quote).

potrebbe reputarsi una scelta che le snatura; ed infatti in questo senso si è pronunciata la dottrina¹⁹⁴.

La normativa secondaria sembrerebbe tuttavia consentire simile soluzione: come visto nella sezione precedente, l'art. 15 del D.M. 30/2015, rubricato «Oicr garantiti»¹⁹⁵, prevede infatti che a Sgr possa garantire ai quotisti tanto la restituzione dell'apporto, quanto un rendimento minimo garantito¹⁹⁶.

Ci si può interrogare se la norma da ultimo citata consenta l'emissione di vere e proprie obbligazioni "a valere" sul fondo d'investimento, sulla scorta di quanto è ritenuto lecito dalla legislazione lussemburghese. La risposta potrebbe forse essere positiva: infatti, se le obbligazioni non sono altro che l'incorporazione in un titolo di un contratto di mutuo; se nel momento in cui la Sgr costituisce un fondo garantito, assume l'impegno alla restituzione dell'apporto ricevuto; se un tale schema contrattuale parrebbe invero inquadrabile come contratto di mutuo tra la Sgr ed il quotista; allora laddove esso venga incorporato in un titolo (la quota di partecipazione al fondo), sembrerebbero ricorrere le medesime caratteristiche tipologiche del titolo obbligazionario.

Se questa ricostruzione fosse condivisibile, potrebbe allora concludersi che il legislatore non ha affatto vietato alle Sgr l'emissione sui fondi di titoli di debito, ma ha piuttosto introdotto per essi una disciplina specifica, derogatoria rispetto a quella posta dal codice civile e ancor più tutelante per i sottoscrittori. Dunque, una Sgr ben potrebbe emettere titoli di debito, in cui è cioè incorporato un puro diritto di credito, ma in tal caso anziché applicarsi i limiti quantitativi di cui all'art. 2412 c.c. dovrebbero essere prestate le garanzie prescritte dall'art. 15 del D.M. 30/2015.

Se si condivide la conclusione per cui la Sgr può emettere titoli di debito, dovrebbe giocoforza ritenersi lecita l'emissione di quote a contenuto variamente ibrido:

¹⁹⁴ In questo senso F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 178 nt. 330, per il quale, stante il divieto di emettere obbligazioni gravante su Sicav e Sicaf, si dovrebbe necessariamente concludere in senso analogo anche con riguardo agli OICR contrattuali.

¹⁹⁵ Per comodità si riporta il testo della norma: «[i]l gestore, nel rispetto dei criteri di investimento e delle norme prudenziali di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, può istituire Oicr che garantiscono la restituzione del capitale investito ovvero il riconoscimento di un rendimento minimo, mediante la stipula di apposite convenzioni con banche, imprese di investimento che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio, imprese di assicurazione o intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 106 del TUB aventi i requisiti indicati dalla Banca d'Italia, ovvero mediante altre eventuali forme di garanzia indicate dalla Banca d'Italia. Gli Oicr garantiti possono essere sia di tipo aperto sia di tipo chiuso. Il regolamento dell'Oicr stabilisce le modalità per la prestazione della garanzia di cui al comma 1».

¹⁹⁶ In argomento si vedano V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 580; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 26.

difatti, se la Sgr potesse obbligarsi a restituire la totalità dell'apporto ricevuto dagli investitori, dovrebbe a maggior ragione ammettersi l'assunzione del meno gravoso impegno a restituirne solo parte. In tale evenienza, le garanzie prescritte dall'art. 15 del D.M. 30/2015 dovrebbero ritenersi applicabili nella sola misura in cui la Sgr sia gravata da un obbligo di rimborso, seppur variamente condizionato.

Un ulteriore problema è se, sul medesimo fondo, quote incorporanti un diritto di credito possano coesistere con categorie di quote invece variamente esposte al rischio. Al riguardo, un motivo ostativo potrebbe derivare dal principio della tipicità dei fondi d'investimento: potrebbe cioè sostenersi che, se viene costituito un fondo garantito ai sensi dell'art. 15 D.M. 30/2015, quel fondo può emettere unicamente quote garantite. In senso contrario si potrebbe però tentare di interpretare la norma anzidetta come una disposizione che intende non tanto prescrivere una certa rigidità nella struttura finanziaria di un fondo così qualificato, quanto piuttosto porre la disciplina relativa alle garanzie che la Sgr deve prestare al fine di poter emettere una categoria di quote che incorporano un simile obbligo.

All'esito della riflessione condotta nel presente paragrafo, sembrerebbe ravvisabile anche per i fondi d'investimento una struttura finanziaria potenzialmente libera di spaziare per tutta la linea dell'*equity-debt continuum*, esattamente come per una comune s.p.a.¹⁹⁷

Se dunque la Sgr non è altro che una s.p.a. con patrimoni separati, potrebbe allora ribadirsi che nel settore finanziario le società possono (meglio: nel caso delle Sgr, devono) dotarsi di una struttura multicompartimentale per esercitare la propria attività, e che per ciascun comparto (in questo caso, i diversi fondi d'investimento) può elaborarsi la più varia struttura finanziaria attraverso l'emissione di quote il cui contenuto patrimoniale può spaziare con massima libertà dal puro rischio al puro debito, passando per le più diverse ibridazioni che l'ingegneria finanziaria può concepire.

¹⁹⁷ Un ultimo problema da porsi è se possano essere emesse quote rappresentative di un investimento pansocietario; quote, cioè, i cui diritti patrimoniali siano correlati all'andamento complessivo di tutti i fondi d'investimento gestiti dalla stessa Sgr. In proposito, deve osservarsi come, in assenza di un'espressa apertura in tal senso da parte del legislatore, sembri invero difficile propendere per la soluzione favorevole. E non tanto per l'irrealizzabilità teorica di una simile fattispecie, quanto piuttosto per i problemi che l'atipicità crea in un settore iper-normato come quello dell'intermediazione finanziaria. Peraltro, non parrebbe una soluzione pregiudizievole per alcun interesse introdurre una norma che consentisse espressamente di ricorrere, laddove lo si voglia, a simili costruzioni.

CAPITOLO II

LA CREAZIONE DEL GRUPPO ENDOSOCIETARIO NEL DIRITTO SOCIETARIO COMUNE. LA COMPARTIMENTAZIONE ESTERNA NEL DIRITTO SOCIETARIO COMUNE: L'ISTITUTO DEI PATRIMONI DESTINATI E IL LORO IMPIEGO PER LA REALIZZAZIONE DI UN GRUPPO ENDOSOCIETARIO

SOMMARIO: 1. L'operatività della compartimentazione. – 2. La nozione di “specifico affare”: i limiti posti da questo requisito alla costituzione di patrimoni destinati. – 3. Il limite del dieci per cento del patrimonio netto: i vincoli posti da questa disposizione alla costituzione di patrimoni destinati. – 4. La rilevanza degli apporti di terzi. – 5. La struttura finanziaria di un patrimonio destinato: la natura degli apporti dei terzi e gli strumenti finanziari di partecipazione all'affare. – 6. (segue) La struttura finanziaria di un patrimonio destinato: la possibilità di emettere azioni sul patrimonio destinato. – 7. Conclusioni sulla struttura patrimoniale delle società multicomparto.

1. L'operatività della compartimentazione.

Dopo aver passato in rassegna le ipotesi di compartimentazione prima meramente interna, poi anche esterna, previste per società di diritto speciale (quali sono quelle che operano nel settore dell'intermediazione finanziaria), nel presente capitolo si affronterà il tema più delicato: verificare se quella stessa struttura patrimoniale a compartimentazione interna ed esterna sia accessibile anche alle società di diritto comune. O meglio: se l'istituto predisposto dal legislatore per consentire anche alle società di diritto comune una compartimentazione non solo interna ma anche esterna¹, ossia i patrimoni destinati di cui agli artt. 2447-bis ss. c.c., possa essere oggi fatto

¹ È ormai cosa nota e pacifica che la separazione realizzata dai patrimoni destinati ad uno specifico affare opera sul piano reale e non meramente contabile. Non reputandosi necessario allora attardarsi oltre sul punto, sia consentito rinviare giusto ai primi commenti dell'istituto: G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, p. 1215; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1625.

oggetto di un'opera interpretativa che ne amplifichi le potenzialità, così da allinearle alle possibilità, esaminate nelle ultime due sezioni del precedente capitolo, già offerte alle s.p.a. di diritto speciale².

L'obiettivo è verificare la possibilità *de iure condito* di creare strutture societarie con caratteristiche tali da realizzare quella fattispecie sopra descritta come “gruppo endosocietario”. Un'operazione ermeneutica senz'altro complicata, a causa di dati testuali sicuramente difficili, probabilmente impossibili, da superare; ma che – ci si augura – potrebbe quanto meno costituire uno spunto per una forse opportuna riforma della disciplina dell'istituto in esame, sulla scorta anche della diffusa constatazione di come spesso il settore degli intermediari finanziari e creditizi abbia rappresentato il campo di sperimentazione di istituti e costruzioni innovativi per il diritto societario, che poi da quello *speciale* sono stati trasposti in quello *comune*³.

Il primo tema che in tale prospettiva occorre quindi affrontare è la *funzione* che può svolgere l'istituto dei patrimoni destinati. In proposito si registrano, infatti, due orientamenti discordanti.

Autorevole dottrina⁴ ha proposto una lettura dell'istituto dei patrimoni destinati ad uno specifico affare quale segregazione “difensiva” e non “affermativa”: con ciò intendendo che, a seguito della loro costituzione, da un lato i beni compresi nel compendio dedicato verrebbero vincolati alla garanzia dei soli creditori particolari dell'affare e quindi sottratti alla soddisfazione dei creditori “generali” della società; ma dall'altro i creditori particolari dell'affare non vedrebbero affatto circoscritta a tali beni la loro garanzia patrimoniale, rimanendo questa per contro estesa a tutto il patrimonio “ulteriore” della società.

Due sono i principali argomenti a fondamento di tale tesi.

Il primo⁵ deriva dall'osservazione secondo cui i creditori dello specifico affare sarebbero pur sempre creditori *sociali*, tant'è che, a norma dell'art. 2447-*septies*, le passività ad essi corrispondenti devono confluire nel bilancio della società. Tale circostanza imporrebbe quindi di destinare l'attivo del patrimonio generale al

² Osserva oltretutto F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 42 e p. 338, come l'istituto dei patrimoni destinati riproduca la stessa impostazione del *trust* autodichiarato, con il quale si dà un'articolazione di funzioni e di patrimoni in assenza totale di alterità soggettiva fra gerito e gestore.

³ Questa la riflessione di G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca borsa*, 2010, I, p. 144.

⁴ G. FERRI jr., *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 85 ss.; G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato e responsabilità degli amministratori. Profili sistematici*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 393 ss.

⁵ Proposto da G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato*, cit., *ivi*.

soddisfacimento anche dei predetti creditori, prima di poter distribuire alcunché ai soci. Se invece si sostenesse che la separazione tra patrimonio generale e patrimonio destinato sia perfetta, dovrebbe conseguentemente giungersi alla seguente, inammissibile, conclusione: nel caso in cui il comparto separato fosse incapiente e il patrimonio generale della società (scomputati i valori contabili inerenti al patrimonio destinato) presentasse al contrario un saldo positivo, vi sarebbero dei creditori sociali (quelli inerenti allo specifico affare) in tutto o in parte insoddisfatti mentre agli azionisti viene distribuito dell'attivo.

In secondo luogo, si sostiene che la limitazione di responsabilità operante nei confronti dei creditori dello specifico affare, pur sancita dall'art. 2447-*quinquies*, comma 3, primo periodo, sarebbe comunque temporalmente limitata: efficace, cioè, solo fintanto si svolge l'affare⁶. Una volta che l'affare sia stato realizzato, ovvero sia divenuto irrealizzabile, i creditori rimasti insoddisfatti potrebbero far valere le proprie ragioni sul restante patrimonio sociale in concorso con gli altri creditori "generali"⁷. Questa estensione della garanzia in favore dei creditori particolari potrebbe anche essere anticipata: o per scelta della società, attraverso un'espressa previsione in tal senso ai sensi dell'art. 2447-*quinquies*, comma 3, primo periodo⁸; o per scelta degli stessi creditori dell'affare, laddove esercitino il potere loro attribuito dall'art. 2447-*novies*, comma 2, di chiedere la liquidazione del patrimonio destinato nell'eventualità in cui le relative pretese non siano state integralmente soddisfatte (facoltà, quest'ultima, che dagli artt. 155, comma 2, e 156, comma 1, l. fall. sarebbe peraltro riconosciuta anche al curatore fallimentare qualora non sia possibile procedere alla cessione del patrimonio destinato e questo risulti incapiente).

Una simile impostazione ha conseguenze importanti⁹. In primo luogo, le passività dell'affare sarebbero passività della società unitariamente considerata, con la

⁶ Lemma al quale la tesi in esame assegna evidentemente il significato di operazione economica necessariamente a termine. Ma sull'interpretazione di questo concetto si tornerà più approfonditamente nel prossimo paragrafo.

⁷ Discutendosi poi se, nel concorso con i creditori "generali" della società sul patrimonio residuo, quelli particolari siano postergati ai primi o se al contrario non operi nessuna postergazione, mantenendosi tra tutti un concorso paritario: in quest'ultimo senso G. FERRI jr., *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 85 ss.; nel primo, invece, G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato*, cit., p. 393 e p. 400, il quale legge nell'art. 2447-*quinquies*, comma 3, una norma appunto intesa a regolare il concorso sul patrimonio generale di creditori generali e creditori settoriali, e non il conflitto tra questi ultimi e i soci.

⁸ La norma, infatti, prevede che «per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società rispond[er] nei limiti del patrimonio ad esso destinato» solo «[q]ualora la deliberazione prevista dall'art. 2447-*ter* [ossia, quella costitutiva della segregazione, n.d.a.] non disponga diversamente».

⁹ Illustrate come di seguito da G. FERRI jr., *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 85 ss.

conseguenza che sarebbero idonee a far emergere perdite in grado di incidere immediatamente sul patrimonio netto e a circoscrivere l'ammontare del valore del quale la collettività dei soci è legittimata a disporre. In secondo luogo, le passività dell'affare dovrebbero essere considerate ai fini della valutazione dell'insolvenza (e della crisi) della società. In terzo luogo – ed è ciò che più specificamente interessa il discorso qui svolto – la società dovrebbe ritenersi comunque tenuta, nonostante la limitazione della responsabilità, ad adempiere esattamente, in quanto debiti propri, anche le obbligazioni relative all'affare e a farlo anche attingendo le relative risorse dal restante patrimonio sociale, tutte le volte in cui quelle destinate all'affare risultassero insufficienti. Le regole di separatezza, allora, varrebbero solo a vietare alla società di pagare i creditori relativi all'affare con somme tratte dal restante patrimonio sociale qualora quello ad esso destinato risulti a tal fine sufficiente e non anche a legittimare, in caso di insufficienza, il mancato adempimento dei propri debiti.

Secondo il più condivisibile orientamento maggioritario¹⁰, la costituzione di un patrimonio destinato provocherebbe invece non solo una sottrazione dei beni “destinati” alla garanzia dei creditori “generali” (che non potrebbero cioè più soddisfarsi sui beni destinati¹¹), ma anche una *definitiva* limitazione agli stessi della responsabilità della società verso i creditori dell'affare; nel senso che, in difetto di una diversa previsione nella delibera costitutiva ai sensi dell'art. 2447-*quinquies*, comma 3¹², i creditori particolari non avrebbero modo di soddisfarsi sul patrimonio residuo della società¹³.

¹⁰ G. LAURINI, *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, cit., p. 128; M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 496; R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 563; B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.)*, in *Contr. e impr.*, 2003, p. 171 e p. 178 ss., il quale tuttavia, a p. 175, sostiene che i creditori dello specifico affare che rimangano insoddisfatti potrebbero sollevare una rilevante contestazione alla società per aver intrapreso un affare con un patrimonio non congruo all'originario o sopravvenuto fabbisogno necessario all'attuazione dell'affare stesso, con conseguente disapplicazione della regola della limitazione della responsabilità e riconoscimento della integrale responsabilità della società anche per queste obbligazioni; O. CAGNASSO, *I patrimoni destinati*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV*, *Le società per azioni*, di N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso, P. Montalenti, Padova, 2010, p. 1027; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 21 s.; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 214 ss.; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 45 s.

¹¹ Salvo che, tuttavia, non vantassero da prima della costituzione del patrimonio separato, diritti di prelazione su beni attribuiti poi al patrimonio destinato: G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca borsa*, 2004, I, p. 36 nt. 14.

¹² Nel qual caso è dibattuto in dottrina se operi almeno un beneficio di preventiva escussione a favore dei creditori “generali” della società e sussista quindi un correlativo onere per i creditori settoriali di agire preventivamente sul compendio destinato. Secondo P. MANES, *Commento all'art. 2447-quinquies*, in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, di P. Manes e F. Pasquariello, cit., p. 153 s., non vi sarebbe alcun beneficio di preventiva escussione *operante automaticamente* (dovrebbe cioè essere espressamente previsto dalla delibera costitutiva del patrimonio destinato) ed inoltre, laddove vi fosse una pluralità di patrimoni destinati, la società non risponderebbe con patrimoni destinati diversi da quello al quale si riferisce l'esecuzione dell'affare. Secondo R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico*

A sostegno di tale tesi, sembra argomentabile che una cosa è *precludere* le azioni esecutive su un certo patrimonio, come vuole esplicitamente l'art. 2447-*quinquies*, comma 3, altro è *postergare* il loro esercizio rispetto alla soddisfazione di altri creditori, come il legislatore ha invece chiaramente prescritto, ad esempio, in tema di finanziamenti dei soci (art. 2467 c.c.). Inoltre, l'art. 2447-*novies*, comma 2, prevede che i creditori particolari dello specifico affare possono vantare diritti sulla sola liquidazione del patrimonio destinato, non già sulla ben distinta liquidazione del patrimonio sociale. Ma soprattutto in tale direzione deporrebbe il disposto dell'art. 156, comma 2, 1. fall., ai sensi del quale «i creditori particolari del patrimonio destinato possono presentare domanda di insinuazione al passivo del fallimento della società *nei casi di responsabilità sussidiaria o illimitata previsti dall'art. 2447-quinquies, terzo e quarto comma*, del codice civile» (enfasi aggiunta): ossia, rispettivamente, nel caso in cui la delibera costitutiva preveda la responsabilità anche del patrimonio generale per le obbligazioni dell'affare, in quello di responsabilità scaturente da fatto illecito e in quello di responsabilità del patrimonio «residuo» per omessa menzione del vincolo di destinazione¹⁴. Se davvero i creditori particolari fossero creditori anche del patrimonio residuo, essi potrebbero invece partecipare *in ogni caso* alla procedura fallimentare della società.

affare, cit., p. 220, e G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-quinquies*, in Bertuzzi, Bozza, Sciumbata (a cura di), *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, s.a.a.*, cit., p. 107 s., invece, esigenze di tutela dei creditori imporrebbero di interpretare la disposizione in discorso in senso restrittivo, nel senso che la società potrebbe mettere a disposizione dei creditori particolari i beni non compresi nel patrimonio dedicato solo nel caso in cui questo sia incapiente per la loro soddisfazione: così, riequilibrando cioè almeno in parte la posizione delle categorie dei creditori, si realizzerebbe quella autonomia bilaterale quasi perfetta, che è a fondamento del fenomeno della destinazione e che comunque il legislatore avrebbe assunto come modello, in mancanza di diversa disposizione.

¹³ Laddove poi il patrimonio destinato venga liquidato e residui un attivo che viene fatto confluire nel patrimonio generale della società e successivamente avanzino ragioni dei creditori “speciali” rimasti insoddisfatti, è vero che l'art. 2447-*novies*, comma 3, prevede che questi conservino ancora il diritto ad essere soddisfatti con precedenza rispetto ai creditori generali «con riferimento ai beni e rapporti compresi nel patrimonio destinato»; tuttavia, come osserva giustamente G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 42, è ben possibile che sei o dodici mesi dopo il deposito del rendiconto quei beni non esistano più nel patrimonio della società, perché alienati; così com'è possibile che essi siano stati dati in pegno o assoggettati ad ipoteca subito dopo il deposito del rendiconto finale, oppure, laddove si ritenga che la cessazione della “destinazione” dei beni al patrimonio destinato si produca non al giorno del deposito del rendiconto bensì allo scadere dei tre mesi successivi, dopo che quei tre mesi siano decorsi senza che siano pervenute raccomandate da creditori. Sicché, se si ritenesse (come sembrerebbe preferibile) che, con la scadenza dei tre mesi successivi al deposito del rendiconto finale senza richieste di creditori, la destinazione dei beni al patrimonio speciale venga meno e gli amministratori ne possano liberamente disporre, ne seguirebbe che il “privilegio” dei creditori speciali potrebbe farsi valere sul ricavato della liquidazione del patrimonio destinato solo se la richiesta di liquidazione è stata tempestiva; mentre in caso di richiesta tardiva lo stesso potrà essere soddisfatto solo “realizzando” i beni eventualmente residui.

¹⁴ Tema che verrà approfondito nella seconda sezione del terzo capitolo.

Il patrimonio di una società ricorrente alla segregazione di cui agli artt. 2447-*bis* ss. può dunque raffigurarsi come composto da tanti “compartimenti stagni”, su ciascuno dei quali insiste in via esclusiva un precipuo ceto creditorio.

È tuttavia evidente come l'impostazione vigente voglia mantenere un'alterità in un certo senso *qualitativa* tra un comparto “generale” ed uno o più comparti “destinati”, che il legislatore evidentemente suppone di dimensioni tendenzialmente inferiori al primo (anche in ragione dei limiti dimensionali cui sono soggetti e su cui si tornerà tuttavia più diffusamente nel successivo paragrafo 4.3).

Prova di un tanto siano, da un lato, l'assunzione del patrimonio “generale” quale unico riferimento per stabilire l'insolvenza dell'intera società e quindi il suo assoggettamento ad una procedura concorsuale¹⁵, dall'altro la suaccennata disciplina posta dall'inciso in apertura del terzo comma dell'art. 2447-*quinquies*, che ipotizza un'eventuale responsabilità sussidiaria del patrimonio generale per le obbligazioni riferibili allo specifico affare, ma non sembra consentire una simmetrica facoltà di porre un patrimonio destinato quale garanzia sussidiaria per i creditori “generali”¹⁶.

Per realizzare appieno le opportunità che la separazione patrimoniale offre nell'organizzazione della società, si potrebbe allora tentare di superare una simile impostazione e concepire il patrimonio di una società multicomparto come composto da tanti compendi segregati nessuno dei quali “generale” o “destinato”, ma tutti, oltreché indipendenti, assolutamente equivalenti. Con una simile riforma normativa, potrebbe allora davvero prendere corpo quella fattispecie di “gruppo endosocietario” che può forse costituire un'interessante alternativa all'altrimenti inevitabile costellazione di società distinte.

Il dato che però, anche in una tale prospettiva, connoterebbe più marcatamente la disciplina dell'ipotetico “gruppo endosocietario” sarebbe la «responsabilità illimitata

¹⁵ L'argomento è particolarmente vasto e meriterebbe un'analisi delle scelte del legislatore che condurrebbe il discorso troppo distante dal ragionamento che si vuole invece condurre. Qui basti solo ricordare come sia pacifico che il legislatore abbia inteso far dipendere il fallimento della società, unitariamente considerata, dall'insolvenza del suo patrimonio generale.

¹⁶ Così G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-quinquies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, cit., p. 1242 s.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 127; M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 818; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 219; G. FERRI jr., *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 88; P. MANES, *Commento all'art. 2447-quinquies*, cit., p. 155; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 48. In senso contrario si registra però l'autorevole opinione di M. LAMANDINI., *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 497, secondo cui la separatezza del patrimonio destinato rispetto ai debiti della società sarebbe, pur in assenza di una previsione espressa in tal senso nel menzionato comma 1, derogabile in via di autonomia in sede di delibera di costituzione.

della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito» (così l'art. 2447-*quinquies*, comma 3, secondo periodo)¹⁷. In virtù di detta disposizione, i creditori il cui diritto trova titolo in un illecito extracontrattuale¹⁸ possono aggredire l'intero patrimonio della società¹⁹, senza che sia loro opponibile alcuna forma di limitazione della responsabilità e rimanendo perciò del tutto indifferente il ramo d'impresе in cui l'illecito è stato commesso²⁰.

¹⁷ B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 2447 bis, lettera a, c.c.), cit., p. 172, commenta questa disposizione osservando come essa rappresenti l'innovativo accoglimento nel nostro ordinamento di quella tendenza, da tempo presente nel sistema statunitense, che basa sulla distinzione della natura della fonte dell'obbligazione – se contrattuale o extracontrattuale – i limiti del privilegio della limitazione della responsabilità.

¹⁸ Osserva G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-quinquies*, cit., p. 1241, testo e nt. 5, che la giustificazione di questa norma andrebbe rinvenuta nella circostanza per cui i creditori extracontrattuali, in quanto involontari, non hanno la possibilità né di scegliere il proprio debitore, né di valutarne la solvibilità o l'affidabilità; inoltre, l'unicità dell'organo preposto tanto alla gestione ordinaria quanto alla gestione del patrimonio destinato, nonché il prevedibile utilizzo per l'una e per l'altra del personale della società (con conseguente insorgere della responsabilità di cui all'art. 2049 c.c.), renderebbero difficile individuare un criterio di imputazione della responsabilità che diversifichi le responsabilità dei diversi patrimoni. In senso conforme A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 99 s.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 152 ss., secondo il quale la *ratio* della norma imporrebbe l'estensione della responsabilità illimitata non solo alle obbligazioni derivanti da illecito extracontrattuale ma più in generale da fatti che configurino un illecito in ogni altro tipo di rapporto. In senso contrario a quest'ultima tesi si pronunciano però G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-quinquies*, cit., p. 108 s., R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 262 ss., e G. FERRI jr., *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 86, secondo il quale ultimo l'espressione «fatto illecito», utilizzata dal legislatore, dovrebbe intendersi nel senso stretto di illecito extracontrattuale, poiché il rischio che il legislatore consentirebbe di circoscrivere con la limitazione di responsabilità riguarderebbe soltanto la mancata realizzazione delle obbligazioni contratte in relazione all'affare, comprese quelle (per così dire secondarie), dirette a risarcire le conseguenze pregiudizievoli derivanti dal loro inadempimento, escludendo per converso un contenimento del rischio relativo a danni ingiusti provocati dalla realizzazione dell'affare.

¹⁹ È infatti decisamente maggioritaria l'opinione secondo cui la garanzia dei creditori extracontrattuali è composta da tutti i comparti, nessuno escluso: quindi non solo il comparto dedicato all'affare nel cui contesto è stato commesso l'illecito e il compendio "generale", ma anche gli altri patrimoni destinati eventualmente costituiti. Così M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 819 nt. 3; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 153; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 237, testo e nt. 133, secondo cui il tenore letterale della norma e l'obiettivo ad essa sotteso di ampliare la tutela dei creditori aquiliani deporrebbero nel senso di una responsabilità di tutti i patrimoni sociali e non solo del patrimonio generale; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 260 s. Risulta invece rimasta isolata la posizione (di R. ARLT, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 33) secondo cui risponderrebbero solamente il patrimonio destinato autore dell'illecito e il patrimonio residuale della società.

²⁰ Tanto varrebbe, è bene precisare, anche nel caso in cui l'illecito sia stato commesso nel contesto dell'attività "principale" della società, cui è dedicato il patrimonio "generale"; in questo caso, cioè, la responsabilità non rimarrebbe circoscritta a quest'ultimo ma coinvolgerebbe anche i patrimoni destinati costituiti. Ciò in quanto verrebbe altrimenti a crearsi un'ingiustificata disparità di trattamento tra creditori il cui diritto trova fonte nel medesimo genere di titolo. In questo senso G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-quinquies*, cit., p. 1241; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-quinquies*, cit., p. 110 s., il quale così condivisibilmente conclude: «[s]i può, quindi affermare che la prima distinzione fatta dal legislatore non è tra creditori generali e particolari, bensì tra creditori per titolo contrattuale e creditori per fatto illecito; solo nella prima categoria è utile l'ulteriore suddivisione tra creditori generali e particolari in ragione dei diversi effetti per essi derivanti dalla separazione patrimoniale, nel mentre per i creditori per fatto illecito, abbiano essi subito un danno nel corso dell'attività ordinaria della società o nell'esecuzione dello specifico, la destinazione patrimoniale non produce alcun effettivo limitativo della responsabilità del

La compartimentazione (anche esterna) del “gruppo endosocietario” viene perciò meno nei confronti dei creditori involontari, i quali non solo possono aggredire – come detto – l’intero patrimonio, ma possono oltretutto scegliere liberamente il compendio o i compendi su cui agire: non è infatti loro opponibile nemmeno alcun onere di preventiva escussione del comparto dedicato al ramo di attività dove si è verificato l’illecito²¹.

Resta però da domandarsi se, almeno nei rapporti interni o quando la società intenda adempiere spontaneamente l’obbligazione, permanga tra i comparti una separazione delle rispettive responsabilità. Al riguardo, si osserva in dottrina che la società sarebbe prima di tutto libera di disciplinare il riparto interno a livello di regolamentazione convenzionale interna²². Per il caso in cui nulla sia previsto, alcuni ritengono che dovrebbe essere il patrimonio “generale” a doversi fare carico del pagamento del danneggiato, potendo la società attingere ai beni destinati a specifici affari solo in caso di incapacienza del primo²³. Secondo altri, invece, la società potrebbe decidere autonomamente con quale patrimonio procedere al ristoro del danneggiato e, solo qualora l’esborso sia stato sostenuto da un comparto estraneo all’affare cui inerisce l’illecito, dovrebbe essere esperita un’azione di rivalsa nei confronti del patrimonio cui l’illecito è imputabile, a carico del quale dovrebbe in ultima istanza rimanere l’onere del risarcimento²⁴.

debitori». Propone una lettura differente G. FERRI jr., *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 85, ad opinione del quale l’estensione della responsabilità tra i comparti, derivante da un fatto illecito, opererebbe *esclusivamente* quando il fatto illecito sia stato commesso nell’ambito di uno specifico affare: nel senso, cioè, che i creditori involontari dell’affare potrebbero soddisfarsi anche sul patrimonio residuo della società, mentre i creditori involontari che traggono un credito da un fatto illecito commesso nell’ambito dell’attività “generale” della società sarebbero legittimati ad agire, al pari di quelli volontari, solamente sul patrimonio sociale “generale”.

²¹ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 265; P. MANES, *Commento all’art. 2447-quinquies*, cit., p. 157; seppur in senso dubitativo, così anche G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 37.

²² R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 267; B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.)*, cit., p. 173; P. MANES, *Commento all’art. 2447-quinquies*, cit., p. 157. Seppur in termini dubitativi, pare orientato in questo senso anche G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 37.

²³ F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 153, secondo cui la ragione ispiratrice dell’art. 2447-quinquies, comma 3, secondo periodo, sarebbe quella di evitare che la limitazione di responsabilità possa pregiudicare i creditori involontari, qualora i beni sociali ordinari non siano sufficienti a ristorarli dei danni subiti; ma laddove tale rischio non ricorra, non sarebbe ammissibile che la società possa pregiudicare, a propria discrezione, le ragioni dei creditori legati al patrimonio destinato.

²⁴ Così G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 37, testo e nt. 17; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 238 s., il quale aggiunge che l’azione di rivalsa sarà obbligatoria qualora il risarcimento sia stato sostenuto da un altro patrimonio destinato, diverso da quello dedicato l’affare in occasione del quale è stato commesso l’illecito, mentre se il risarcimento è stato effettuato con beni del patrimonio residuo, la rivalsa potrebbe essere esclusa purché fosse stata espressamente prevista una simile forma di garanzia accessoria nella delibera costitutiva del patrimonio destinato in rilievo. Nello stesso senso paiono anche M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni*

Ma proprio condividendo quest'ultima precisazione, sembra allora forse più corretto ritenere che la società non sia propriamente libera di scegliere a quale comparto patrimoniale attingere per far fronte all'obbligazione extracontrattuale, ma debba utilizzare innanzitutto le risorse ed i beni compresi nel comparto dedicato all'affare nel cui contesto l'illecito si è verificato e, solo in caso di incapienza di questo, evitare l'inadempimento attingendo ad altri settori. L'obbligazione, infatti, come posizione giuridica soggettiva, va imputata sì alla società, ma convogliata nel comparto patrimoniale dedicato al settore cui afferisce: ciò significa che quella degli altri comparti non è altro che una forma di responsabilità per fatto "altrui" (anche se non è tecnicamente corretto parlare di "altruità", essendo unica la società²⁵), quasi fossero fideiussori per legge. Ciò porta a due conseguenze: in primo luogo, il creditore extracontrattuale può agire indifferentemente nei confronti di qualunque comparto, ma qualora escuta un comparto estraneo all'illecito, quest'ultimo avrà "azione di rivalsa" nei confronti del comparto "autore" dell'illecito; in secondo luogo, la società dovrà rispettare la regola generale – che verrà approfondita nel corso del terzo capitolo – per cui ciascun comparto deve far fronte, senza confusione patrimoniale, alle obbligazioni che sono a suo carico, con la conseguenza che l'eventuale pagamento di un'obbligazione extracontrattuale con risorse di un comparto estraneo all'illecito che ne è fonte rappresenta un'ipotesi di compimento, su un certo comparto, di un atto estraneo all'affare cui questo è dedicato (ipotesi, questa, che verrà trattata ed approfondita, anche per quanto riguarda le sue conseguenze, nel terzo capitolo, sezione seconda, paragrafo 2.5, del presente lavoro).

2. *La nozione di "specifico affare": i limiti posti da questo requisito alla costituzione di patrimoni destinati.*

Dopo aver esaminato la compartimentazione esterna provocata dalla costituzione di patrimoni destinati ad uno specifico affare, il primo problema interpretativo che deve affrontarsi per verificare la possibilità di costituire un "gruppo endosocietario" è il significato da attribuire a quegli "specifici affari" in funzione dei quali il legislatore consente la separazione patrimoniale.

destinati, cit., p. 819 nt. 3, e, se ben s'intende, R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 267 s.

²⁵ Questo punto verrà ripreso e approfondito nel terzo capitolo.

Una considerazione su cui vi è concordia in dottrina è che tale “specifico affare” debba porsi in rapporto di specialità rispetto all’oggetto sociale della società gemmante, all’interno del quale deve perciò essere ricompreso²⁶. Questo aspetto è stato evidenziato come una prima significativa differenza rispetto alla costituzione di una distinta entità societaria, che ad analoga limitazione non sarebbe invece soggetta: nel senso, cioè, che l’oggetto sociale della medesima non dovrebbe necessariamente porsi in rapporti di continenza con quello della società gemmante²⁷.

Quest’ultimo rilievo, però, non è forse del tutto condivisibile, dal momento che non può in realtà escludersi che una limitazione simile operi anche nel caso in cui una società proceda alla costituzione di una controllata: potrebbe infatti sostenersi che una società possa costituire solo società il cui oggetto sociale sia in qualche modo riconducibile (anche perché latamente strumentale od accessorio) a quello della costituente. A ben vedere, infatti, una società che proceda alla costituzione di un’altra (magari interamente partecipata) da dedicare ad uno specifico affare compie un’operazione di natura finanziaria a carattere propriamente imprenditoriale e, quindi, come tutti gli atti di quell’impresa societaria non deve esorbitare dal limite rappresentato dal suo oggetto sociale. Conferma di tanto pare potersi rinvenire nel disposto dell’art. 2361, comma 1²⁸, il quale preclude l’assunzione di partecipazioni societarie che, per il loro *oggetto* od entità, comportino un mutamento di fatto dell’oggetto sociale. Sotto questo aspetto, pertanto, i patrimoni destinati sembrano una tecnica del tutto equivalente alla costituzione di una società controllata.

Ciò detto, resta invece controverso in dottrina (in assenza di orientamenti notarili editi sul punto) se la separazione patrimoniale possa o meno servire ad un’attività

²⁶ A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, III, Padova, 2005, p. 1679, il quale sottolinea che laddove così non fosse, s’imporrebbe una modifica dell’atto costitutivo che dovrebbe necessariamente precedere la costituzione del patrimonio destinato; R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 554; G. GIANNELLI, *Commento all’art. 2447-bis*, cit., p. 1220 nt. 32; F. DI SABATO, *Sui patrimoni “destinati”*, cit., p. 59; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1635; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 65 e p. 99 ss., testo e nt. 15, dove l’Autore specifica che l’“affare” può ben coincidere con il “settore” di attività di cui al secondo comma dell’art. 2350 c.c.; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 151 s., il quale peraltro precisa che l’affare, oltretutto, dovrebbe essere “nuovo”, nel senso che dovrebbe consistere in un’attività mai svolta prima dalla società oppure in una parte di un’attività già avviata ma che deve ancora costituire oggetto di realizzazione; P. MANES, *Commento all’art. 2447-ter*, in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, di P. Manes e F. Pasquariello, cit., p. 76.

²⁷ Così R. SANTAGATA, *Oggetto sociale ed articolazioni dell’attività imprenditoriale*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1280 ss.

²⁸ Di cui si riporta il testo: «[l]’assunzione di partecipazioni in altre imprese, anche se prevista genericamente nello statuto, non è consentita, se per la misura e per l’oggetto della partecipazione non risulta sostanzialmente modificato l’oggetto sociale determinato dallo statuto».

imprenditoriale di carattere continuativo, pari a quella che potrebbe essere intrapresa da un'autonoma società; se, dunque, anche per questo profilo le due costruzioni – distinta realtà societaria e patrimonio destinato – si equivalgono.

Per un primo orientamento, pur potendo essere oggetto di una gestione dinamica e complessa, suscettibile di tradursi nel compimento di più negozi e atti giuridici e destinata a protrarsi nel tempo per più esercizi, lo “specifico affare” dovrebbe consistere in una singola operazione o gruppo di operazioni circoscritte²⁹: in tal senso deporrebbero sia la circostanza per cui il legislatore, scegliendo di adottare il termine “affare” e prevedendo che la segregazione cessi al momento della sua realizzazione, avrebbe alluso ad un'attività a tempo determinato; sia la considerazione per cui, se si accettassero tempi di esecuzione dell'affare molto lunghi (se non potenzialmente indefiniti), ne deriverebbe una sottrazione pressoché permanente di una parte del patrimonio sociale alla garanzia dei creditori generali, con un'indebita compressione dei diritti di questi peraltro rimessa alla scelta arbitraria degli amministratori. Infine, non sarebbe altrimenti praticamente possibile per la delibera costitutiva illustrare (a norma dell'art. 2447-ter, lett. c) un «piano economico finanziario da cui risulti la *congruità* del patrimonio *rispetto alla realizzazione dell'affare*, le modalità e le regole relative al suo impiego, il risultato che si intende *perseguire*» (enfasi aggiunte).

²⁹ G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 31 s.; G. LAURINI, *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, cit., p. 123; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 1220, secondo cui la normativa opererebbe tale distinzione tra la nozione di affare da quella di attività di impresa anche in occasione della disciplina dell'associazione in partecipazione; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 25; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 151 e p. 156 s., per il quale il concetto di affare richiederebbe anche la previsione di un termine, perché altrimenti, oltre a poter risultare frustrata la capacità di valutazione dei creditori particolari circa le tempistiche del proprio rimborso, non sarebbe neppure possibile che la delibera istitutiva contenga un corretto piano economico-finanziario di tale affare; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 86 ss., il quale però evidenzia come non sia necessario che tale attività abbia un termine preciso e predeterminato; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1305; L. POTITO, *Patrimoni destinati ... all'insuccesso?*, cit., p. 546; L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori*, cit., p. 118 ss.; G. FERRI jr., *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 87 s. In questo senso anche P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 76, secondo cui il termine “affare” «fa riferimento ad un'attività e non a un singolo atto, ad un insieme di atti avvinti da un nesso funzionale ed esclude che il patrimonio destinato possa avere ad oggetto la gestione continuativa di un ramo d'azienda così come che esso abbia durata indeterminata» (anche se alla successiva p. 78, l'Autrice precisa che «la scelta del lemma affare è indicativa della massima flessibilità che la destinazione deve avere, essendo compatibile sia con un'“articolata serie di complesse e coordinate operazioni” che interessino un apparato produttivo stabile e duraturo sia con operazioni economiche ridotte che consistono in una serie di atti elementari che si esauriscono in un breve lasso di tempo». Pare aderire a questo orientamento, se ben s'intende, anche C. GIUSTI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare: problemi applicativi e reale agibilità dell'istituto*, cit., p. 531. Dubita che l'istituto dei patrimoni destinati possa essere impiegato dalla società per svolgere una distinta attività d'impresa anche A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 220.

Maggiormente condivisibile risulta tuttavia un diverso orientamento, secondo cui lo “specifico affare” ben potrebbe consistere in un’attività continuativa cui viene dedicato un vero e proprio ramo d’azienda³⁰. In questo senso deporrebbero sia la circostanza per cui la Relazione al d.lgs. 6/2003 promuove l’istituto in esame come «operazione equivalente alla costituzione di una nuova società», sia gli obblighi di indicare nello stato patrimoniale della società «i beni e i rapporti giuridici compresi nei patrimoni destinati» (2447-*septies*, comma 1) e di redigere un separato rendiconto, da allegare al bilancio, per ciascuno di essi (2447-*septies*, comma 2), sia infine l’art. 155 l. fall., che impone di salvaguardare, in sede concorsuale, il valore di realizzo del patrimonio destinato, inteso allora come unità produttiva od autonomo ramo d’azienda suscettibile di dismissione. L’aggettivo “specifico” varrebbe perciò soltanto a distinguere la restante attività della società da quella esercitata attraverso il patrimonio destinato, senza affatto escludere che quest’ultima possa consistere in un’attività d’impresa continuativa³¹. Si aggiunga, poi, che il fatto che il legislatore si riferisca più volte alla realizzazione dell’affare non appare invero affatto dirimente in senso contrario: altrettanto è previsto in via generale per le società come causa di scioglimento del tutto eventuale, senza che certamente ciò impedisca la costituzione di società a tempo indeterminato³².

Può dunque concludersi che, per quanto riguarda l’attività economica cui possono essere dedicate, le tecniche del patrimonio destinato e della distinta realtà societaria

³⁰ A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1678 s., secondo il quale l’uso del termine “affare” sarebbe probabilmente conseguente alla scelta legislativa di accorpate sotto un unico articolo (l’art. 2447-*bis*) la previsione sia dei patrimoni sia dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare, figura, quest’ultima, pienamente riferibile anche ad un’attività temporanea; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, 2005, p. 66 ss.; G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, cit., p. 646 s.; ID., *Patrimoni destinati e crisi societarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 781 s.; R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 554; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1637; G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate: «cellule» fuori controllo?*, in *Soc.*, 2003, p. 1330; M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 839 nt. 39; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 63 ss.; R. ARLT, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 331 nt. 36; A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 46 s.; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 63 s. Così paiono anche G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 31; B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.)*, cit., p. 167. Cfr. anche P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 215, il quale respinge ogni distinzione concettuale tra la nozione di «settore di attività» di cui all’art. 2350, comma 2, e quella di «specifico affare» di cui alla norma in commento.

³¹ Espressamente in questi termini M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 839 nt. 39; R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 554 nt. 28.

³² R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 67 s.; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1678.

possono reputarsi equivalenti, sotto questo aspetto «realizzando la delibera istitutiva del vincolo di destinazione una sorta di “gruppo endosocietario”»³³.

3. Il limite del dieci per cento del patrimonio netto: i vincoli posti da questa disposizione alla costituzione di patrimoni destinati.

Il secondo nodo problematico che la disciplina dei patrimoni destinati pone ad un suo uso alternativo al gruppo societario è rappresentato dal limite stabilito dall'art. 2447-bis, comma 2. Ai sensi della norma citata, infatti, «[s]alvo quanto disposto in leggi speciali, i patrimoni destinati ai sensi della lett. a) del primo comma non possono essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società».

Tale limite è stato da molti additato come principale causa dell'insuccesso, nella pratica degli affari, dell'istituto in discorso quale effettiva e più efficiente alternativa alla costituzione di una nuova società³⁴, rimanendo per giunta di ancor maggiore difficile accettazione considerata la sua assenza nella legge delega³⁵. Di qui la necessità

³³ Così R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 94.

³⁴ Si vedano i giudizi in tal senso espressi da A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1679; F. DI SABATO, *Strumenti finanziari di partecipazione a specifici affari*, cit., p. 23, che parla di un limite «teso a strozzare l'utilizzabilità dell'istituto»; L. POTITO, *Patrimoni destinati ... all'insuccesso?*, cit., p. 548. Un simile esito era stato peraltro previsto già prima del varo della riforma da M. LAMANDINI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno e internazionale*, Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1496 (opinione poi confermata, all'indomani della riforma, in ID., *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 503), dove l'Autore aveva commentato la previsione del limite in discorso osservando che «si tratta di una limitazione operativa che rischia di rendere in realtà non appetibile lo strumento (e di decretarne così l'insuccesso pratico) giacché implica che la struttura multidivisionale della società sia necessariamente costituita da un settore di gran lunga prevalente e da uno o più diversi settori – separati – di dimensioni assai inferiori. Ciò impedisce strutture patrimoniali multidivisionali omogenee, specialmente nel caso di società che intendano operare in una molteplicità di settori in regime di separatezza ma con dimensioni relative dei singoli settori analoghe» (enfasi originale). Critico nei confronti di tale limite, definito una cautela «dal sapore si potrebbe dire sbrigativo», B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Soc.*, 2003, p. 297; ID., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.)*, cit., p. 168. Si veda altresì G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, cit., p. 651; R. ARLT, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 338, ad avviso del quale, anche alla luce delle esperienze straniere ivi riferite, il legislatore avrebbe potuto e dovuto omettere tale limitazione, o perlomeno prevedere una soglia decisamente più alta. Il limite in discorso è invece apprezzato da G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1633 s. e p. 1668, secondo cui tale limite servirebbe a salvaguardare la solidità della società, e da G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 32, il quale ritiene che tale limite quantitativo si fondi sull'esigenza di impedire che la società sottragga una parte rilevante del proprio patrimonio alla garanzia dei propri creditori “generalisti” (per riservarla a garanzia dei creditori “particolari” degli specifici affari) ed incida così sui diritti dei soci, senza loro deliberazione, in misura troppo rilevante.

³⁵ Lo sottolineano M. LAMANDINI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno e*

di dedicarvi particolare attenzione in fase interpretativa al fine di verificare se possano contenersene gli effetti – e così tentare di contribuire a determinarne, per questa via, un maggior successo dei patrimoni destinati – o se, quanto meno, possano suggerirsi delle ipotesi di riforma del punto.

Al fine di allentare la restrizione posta dal limite in esame, autorevole dottrina³⁶ ha proposto di considerare derogabile la disposizione che lo prevede: poiché esso non sarebbe posto a tutela dell'interesse dei creditori sociali (i quali possono opporsi alla costituzione del patrimonio destinato mediante il diritto di opposizione di cui all'art. 2447-*quater*, comma 2), bensì dei soci (onde cioè assicurare che gli amministratori, cui compete la decisione di costituire un patrimonio destinato, investano nello specifico affare una porzione ridotta di quel netto su cui insistono i loro diritti), questi ultimi dovrebbero poterne disporre con una deliberazione dell'assemblea straordinaria.

La tesi risulta rimasta isolata. Tuttavia, almeno su un primo passaggio vi è accordo in dottrina per non “esagerare” la portata del vincolo: è infatti pacifico che il rispetto del parametro del dieci per cento vada valutato *al momento della costituzione* di ciascun patrimonio destinato, irrilevanti restando le successive variazioni di valore³⁷.

Più complesso è invece stabilire quali siano *i valori* da porre in rapporto di 1 a 10; ossia, in altri termini, come si calcolino il numeratore e il denominatore di tale frazione.

internazionale, Università Cattolica di Milano, cit., p. 1496; ID., *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 503; F. DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari*, cit., p. 15; ID., *Sui patrimoni “destinati”*, cit., p. 62 s., dove l'Autore non solo ha predetto che tale limite avrebbe reso l'istituto «pressoché impraticabile», ma ne ha anche, per tale ragione, profilato un vizio di incostituzionalità; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 25; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 182; L. POTITO, *Patrimoni destinati ... all'insuccesso?*, cit., p. 548; L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori*, cit., p. 99; R. ARLT, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 338.

³⁶ G. GUIZZI, *Patrimoni destinati e crisi societarie*, cit., p. 784 s.

³⁷ G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 33; C. COMPORTI, *Commento all'art. 2447-bis*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, 2**, Torino, 2003, p. 967; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 1221 s.; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1679 e p. 1681; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 27; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 77 s.; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 185 s.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 73 e p. 75, testo e nt. 177; se ben s'intende, P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 84; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 70 ss., secondo il quale non sarebbe necessario che la società redigesse una situazione patrimoniale aggiornata al momento della gemmazione del patrimonio destinato, ben potendo riferirsi al patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio approvato; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 20 e p. 32. In senso difforme pare però G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1633, secondo cui «nel caso in cui il patrimonio netto diminuisca e la società si trovi ad avere già distaccato patrimoni per l'importo massimo raggiungibile in base al vecchio valore (...) [d]ovrebbe ritenersi in tal caso che la società sia tenuta a liquidare parte dei patrimoni soltanto se il rapporto attuale fra patrimonio sociale e patrimoni separati si distacchi significativamente dal 10% fissato dalla legge, sì da minare quella che può ritenersi la *ratio* della regola».

Per quanto riguarda il numeratore, una prima questione s'impone in considerazione dell'opinione maggioritaria secondo cui possono destinarsi allo specifico affare sia situazioni giuridiche attive che passive (come tipicamente accade in caso di separazione di un ramo d'azienda)³⁸: di qui infatti il dubbio se, nel verificare il rispetto del limite stabilito dal legislatore, debba considerarsi solo l'attivo apportato al compendio destinato, oppure il valore netto dei rapporti segregati.

In proposito, autorevole dottrina ha suggerito di conteggiare al numeratore della frazione le sole attività destinande, senza dedurvi passività (che pur potrebbero venire legittimamente distaccate)³⁹. Più condivisibile sembra tuttavia l'opinione di chi suggerisce di prendere in considerazione solamente il valore netto del compendio segregato: così argomentando, si giunge ad ammettere che la destinazione possa interessare financo la maggior parte delle attività, laddove queste siano accompagnate da passività di ammontare tale da impedire al valore netto di eccedere il limite del decimo⁴⁰.

³⁸ G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 33; R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 555; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 1215. Alcuni Autori ritengono persino possibile che il valore netto del patrimonio destinato sia inizialmente negativo senza con ciò necessariamente violare il requisito della congruità, posto che potrebbe esservi una differenza tra il valore contabile dei beni destinati (determinato, come noto, con criteri tendenzialmente prudenziali) e il valore reale degli stessi: così M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 843 ss., il quale poi sottolinea (p. 849 s.) come in caso di destinazione di passività, i creditori ad esse corrispondenti, laddove non facciano opposizione, non potranno più soddisfarsi sul patrimonio residuo della società; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 71; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 81 s.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 74 s., il quale sulla scorta di queste considerazioni giunge a concludere (p. 350) che sarebbe ipotizzabile persino una destinazione di sole passività laddove le attività destinate non siano iscrivibili nel bilancio della gemmante. Altri Autori, al contrario, pur ammettendo che la destinazione possa comprendere anche passività, escludono che possa separarsi un patrimonio composto esclusivamente da passività o che, pur se composto da attività e passività, presenti un saldo negativo: così R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 555; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 188 nt. 37, secondo il quale la possibilità di costituire un patrimonio destinato con valore netto negativo sarebbe esclusa più che altro dal requisito della "congruità" del patrimonio rispetto all'affare; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 103 nt. 30.

³⁹ Questa la tesi di A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1680 s.: l'illustre Autore pone a fondamento della propria tesi l'osservazione per cui, se potessero essere destinate al patrimonio anche passività pregresse e si dovesse intendere il rapporto del decimo come riferito alla differenza tra le attività e le passività destinate al patrimonio separato, potrebbe conseguire una segregazione della maggior parte dei beni sociali; ipotizza dunque, a titolo esemplificativo, una società con un patrimonio di 1.000 gravato da debiti per 900: se fosse possibile la destinazione delle passività, potrebbe essere costituito un patrimonio destinato con un patrimonio di 910 e debiti per 900, lasciando così come patrimonio residuo della società 90.

⁴⁰ R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 555; G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 33; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 74; M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 843 s., testo e nt. 48; G. LAURINI, *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, cit., p. 122; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 26 s.; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 20 ss.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 74 s., testo e nt. 180 e 181; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 188 ss., il

Dunque, un altro risultato che potrebbe darsi per raggiunto nel presente processo interpretativo è questo: il rapporto di 1 a 10 deve intendersi come un rapporto tra due valori *netti*.

La seconda questione che occorre risolvere in riferimento al numeratore della frazione è se il limite del dieci per cento rappresenti un limite entro cui deve contenersi il valore (netto) di *tutti* i patrimoni destinati (quale che ne sia il numero), o se invece rappresenti un limite entro cui deve contenersi il valore (netto) di *ciascun singolo* comparto separato (quale che ne sia il numero). Due sono difatti le soluzioni astrattamente ipotizzabili: secondo una prima, il rapporto di 1 a 10 dovrebbe essere inteso nel senso che tutti i patrimoni destinati costituiti dalla società, nella loro somma, devono presentare un valore (netto) non superiore ad un decimo del patrimonio netto della società; per la seconda, bisognerebbe invece ritenere che non tutti, bensì il singolo patrimonio destinato debba avere un valore (netto) non superiore ad un decimo al patrimonio netto della società.

L'opinione unanime è a favore della prima soluzione; per cui, all'atto della costituzione di ogni patrimonio destinato, si dovrà determinare il valore attuale del patrimonio netto della società, su di esso calcolare il dieci per cento, quindi sottrarre a tale dieci per cento il valore originario⁴¹ di tutti i patrimoni destinati già costituiti, ed allora, laddove all'esito di questa operazione residuasse del valore, entro quel limite si potrà segregare un altro compendio⁴². Ciò è quanto sarebbe stato imposto dal legislatore

quale osserva come ciò consenta ai creditori sociali divenuti creditori particolari di soddisfarsi in via esclusiva (rispetto ai creditori rimasti "generali") sul patrimonio destinato e, di conseguenza, come un patrimonio destinato possa anche essere costituito a garanzia e rimborso di un credito già precedentemente sorto. In questo senso si esprime anche P. MANES, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 63, anche se poi (ID., *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 82 e ID., *Commento all'art. 2447-quater*, in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, di P. Manes e F. Pasquariello, cit., p. 135) pare, se ben s'intende, stigmatizzare la soluzione adottata dal legislatore, osservando che sarebbe stato meglio riferire il limite del 10% alle sole attività destinate al patrimonio separato anziché al valore netto del patrimonio destinato (come sostiene Maffei Alberti, si veda la nota precedente). Se ben s'intende, propende per questa interpretazione anche L. POTITO, *Patrimoni destinati ... all'insuccesso?*, cit., p. 549, il quale tuttavia rileva come, anche aderendo a questa tesi, non sarebbe possibile destinare attività molto consistenti pensando di compensarle con altrettante passività: ciò in quanto non sarebbe possibile destinare passività diverse da quelle che specificamente e sostanzialmente si ricollegano agli elementi attivi destinati e dunque, salvo pochi casi (in cui potrebbe ritenersi giustificata la destinazione di consistenti partite debitorie), nelle generalità delle ipotesi s'imporrebbe un certo equilibrio, giacché diversamente potrebbe supporre che la società, attraverso la segregazione, stia in realtà creando un privilegio per taluni creditori.

⁴¹ È infatti condivisibile l'orientamento della dottrina maggioritaria secondo cui dovrebbe comunque tenersi conto del valore di costituzione dei patrimoni destinati precedentemente gemmati, non invece del valore attuale: così A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1679; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 32.

⁴² C. COMPORTI, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 966; G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, cit., p. 651; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 1221 s.; G. LAURINI, *I patrimoni*

nello specificare che «*complessivamente*» il valore dei patrimoni destinati deve essere non superiore ad un decimo del patrimonio netto della società.

Potrebbe però anche ragionarsi diversamente: potrebbe ritenersi che il limite del decimo vada riferito al singolo patrimonio destinato, il quale, *individualmente considerato*, dovrebbe presentare un valore netto non eccedente il dieci per cento del patrimonio netto della società. Dovrebbe a tal fine sostenersi che con l'uso dell'avverbio “complessivamente” il legislatore non avrebbe tanto inteso imporre di sommare il valore dei vari compendi, quanto piuttosto chiarire che nel calcolare il rispetto del limite in discorso si debba tenere conto del valore *complessivo* del patrimonio che viene destinato, quale cioè risultante sottraendo all'importo delle attività quello delle eventuali passività separate. Interpretazione, quest'ultima, che senz'altro potrebbe ampliare i margini di utilità dell'istituto, ma che a ben vedere si discosta in misura notevole da quella che evidentemente era la volontà del legislatore storico e dunque impone uno sforzo interpretativo probabilmente allo stato eccessivo.

Venendo ora al problema della determinazione del denominatore della frazione, la dottrina ha proposto due possibili soluzioni.

Per un primo orientamento, il denominatore va individuato nel patrimonio “residuale” della società, ossia quello che si ottiene scomputando i patrimoni destinati già costituiti⁴³; con la conseguenza che, laddove la società avesse già segregato uno o più patrimoni destinati, i decimi da cui potrebbe operarsi la scissione endosocietaria sarebbero quelli rimasti dopo le precedenti segregazioni. Maggiormente condivisibile appare però l'orientamento secondo cui il denominatore è rappresentato dal valore dell'intero patrimonio sociale, comprensivo perciò del valore dei patrimoni destinati già costituiti⁴⁴.

destinati nel nuovo diritto societario, cit., p. 122; R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 555; M. LAMANDINI, *I patrimoni “destinati” nell'esperienza societaria*, cit., p. 496; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1679; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1633; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 27 s.; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 186 s.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 74; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 73; P. MANES, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 65; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 21.

⁴³ Così A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1681, testo e nt. 7, secondo cui, opinando diversamente, il peso dei patrimoni destinati finirebbe per eccedere quel limite del 10% del patrimonio netto della società che il legislatore avrebbe indicato quale limite complessivo e si consentirebbe una disparità di disciplina a seconda che la costituzione di una pluralità di patrimoni destinati avvenisse contemporaneamente ovvero in tempi diversi. Conf. G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1633; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 187 nt. 35.

⁴⁴ Così C. COMPORTI, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 967; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 1222, secondo cui tale soluzione s'impone «non solo perché, altrimenti, il limite

Merita allora di essere rilevato come, se quest'ultima soluzione potesse coniugarsi con la suesposta seconda ipotesi ricostruttiva del numeratore – quella, per essere chiari, per cui il limite del dieci per cento deve essere rispettato dal singolo patrimonio destinato e non dalla somma di tutti quelli costituiti –, si giungerebbe ad un risultato particolarmente interessante nella prospettiva, qui ricercata, d'incremento delle potenzialità dell'istituto di cui agli artt. 2447-*bis* ss. Infatti, se fosse il singolo patrimonio destinato a non dover essere maggiore di un decimo, e se «il patrimonio netto della società» comprendesse in sé i patrimoni destinati, ne conseguirebbe che il patrimonio della società potrebbe essere *interamente* scomposto in più comparti, nessuno dei quali potrebbe più dirsi “generale”. La disposizione che impone il limite del dieci per cento andrebbe allora a significare che, da un lato, la società non può segregare, ad esempio, la metà del proprio patrimonio, ma che, dall'altro, la stessa potrebbe scomporre l'intero proprio patrimonio fino a dieci comparti ciascuno di valore pari ad un decimo del totale (questo come limite dimensionale massimo: ben poi potendo creare anche venti comparti dal 5%, quaranta comparti dal 2,5% eccetera).

Gli effetti di una simile ricostruzione si apprezzerrebbero anche in caso di segregazione operata in tempi diversi. Si ponga il caso di una società con un patrimonio di 100 che lo divide in 8 comparti da 10 ciascuno. Residua allora un patrimonio di 20. Ebbene, se si aderisse alla tesi per cui il denominatore della frazione che pone il limite del dieci per cento va definito escludendo i patrimoni destinati già costituiti, ne seguirebbe che un eventuale ulteriore separazione patrimoniale non potrebbe eccedere il valore di 2 (cioè, il 10% dei 20 residui). Ma se al contrario si optasse per la tesi che vuole il denominatore come comprensivo del valore dei patrimoni destinati già costituiti ed al contempo si accogliesse la tesi per cui il numeratore è rappresentato dal valore del singolo comparto, ne seguirebbe che la nuova destinazione, nell'esempio fatto, potrebbe arrivare ad un massimo non di 2 bensì di 10 (ossia, la metà del patrimonio “residuo”, ma un decimo del patrimonio totale).

Un'obiezione a simile ricostruzione potrebbe essere (rimanendo per semplicità nell'esempio fatto): i creditori del comparto “residuo” (quello cioè dei 20 rimanenti dopo l'originale distacco degli 8 comparti da 10 l'uno) subiscono una distrazione di

risulterebbe ancora più penalizzante, ma anche perché il patrimonio destinato costituisce pur sempre un'aliquota del netto della società, così come i beni ed i rapporti giuridici sono pur sempre intestati alla società»; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 19; P. MANES, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 64.

metà della propria garanzia patrimoniale, laddove il limite del dieci per cento dovrebbe appunto servire a fare in modo che il distacco non possa che riguardare una sua percentuale modesta (ossia, non più del 10%).

L'obiezione, a ben vedere, non è decisiva e può essere superata evidenziando come, se mai fosse possibile realizzare la ricostruzione prospettata, i creditori non sarebbero affatto posti in condizione di dover supinamente subire un pregiudizio delle loro ragioni.

Si deve infatti tenere nella dovuta considerazione il fatto che nessuna segregazione ha luogo se i creditori non vi consentono: a norma dell'art. 2447-*quater*, la delibera costitutiva del patrimonio destinato deve essere iscritta nel registro delle imprese: da quel momento, i creditori sociali (da intendere: i creditori del comparto da cui si vuole procedere al distacco) hanno sessanta giorni per proporre opposizione. Se l'opposizione è accolta dal tribunale, nessuna separazione patrimoniale è loro opponibile⁴⁵.

E c'è d'altronde una precisa ragione per cui il legislatore presta tutela ai creditori attraverso il diritto di opposizione: perché per il legislatore è impossibile valutare,

⁴⁵ Si v. infatti F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 63, secondo il quale l'opposizione dei creditori rappresenta uno «[s]trumento che diviene una vera e propria forma di partecipazione ai processi decisionali dell'impresa». Secondo G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-*quater**, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, cit., p. 1236 ss., il suo esperimento (e l'eventuale accoglimento) non impedirebbe la costituzione del patrimonio destinato, ma avrebbe quale effetto quello di perpetuare la garanzia patrimoniale dei creditori su tutti i beni compresi nel patrimonio destinato; inoltre, avrebbe effetto esclusivamente per i creditori opposenti e non per l'intero ceto creditorio: oggetto del giudizio di merito sarebbe perciò, oltre alla verifica dei presupposti di applicazione del regime di separazione patrimoniale, l'esistenza, in concreto, di un pregiudizio per le ragioni creditorie dei soli opposenti (con l'ulteriore conseguenza che il tribunale potrebbe consentire l'esecuzione della delibera previa prestazione, da parte della società, di una garanzia la cui idoneità dovrebbe essere valutata con riferimento alla singola posizione dedotta nel giudizio di opposizione). In senso sostanzialmente conforme M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 862; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1688; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 216 ss., in part. p. 220, p. 227 s. e p. 244; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 215 ss., testo e nt. 88, e p. 221, testo e nt. 101: l'Autore aggiunge a sostegno della tesi riferita l'argomento per cui, in assenza di un'espressa istanza (e delle relative prove ed argomentazioni), l'organo giudicante non sarebbe mai nella condizione di conoscere l'esatta situazione debitoria della società, a meno di procedere ad una *due diligence* (contabile, contrattuale, finanziaria, societaria e tributaria) evidentemente inattuabile; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 129 s. e p. 132. Di diverso avviso R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 182 e p. 212, secondo cui dall'assenza del riferimento testuale al «pericolo di pregiudizio per i creditori», invece presente nella disciplina della riduzione reale (art. 2445, comma 4, richiamato in sede di revoca dello stato di liquidazione, trasformazione eterogenea, fusione e scissione), dovrebbe desumersi la non necessità, ai fini dell'ammissibilità dell'opposizione, della prova di un pregiudizio per il creditore opponente. Ricostruisce il sistema in modo del tutto difforme G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-quinquies*, cit., p. 97, ad opinione del quale l'accoglimento dell'opposizione significherebbe la bocciatura della costituzione patrimoniale e si tradurrebbe in un provvedimento che dichiara l'illegittimità della delibera costitutiva con conseguente cancellazione dell'iscrizione della stessa dal registro delle imprese.

aprioristicamente ed in termini del tutto astratti, se le operazioni societarie straordinarie (tra cui può annoverarsi anche la costituzione di un patrimonio destinato) possano essere effettivamente pregiudizievoli o meno per il ceto creditorio. Pertanto, il sistema del diritto commerciale gestisce simili situazioni investendo i diretti interessati della responsabilità di ponderarle ed assumere le determinazioni del caso.

Si pensi alla fusione. La fusione di una società florida con una società decotta o comunque con passività tali da assorbire la totalità del patrimonio netto della prima non è un'operazione *di per sé* illecita e *di per sé* vietata. Ciò in quanto, benché sia evidente che i creditori della società florida rischiano un grave pregiudizio, nei singoli casi concreti potrebbe doversi tenere conto di tutta una serie di elementi che la legge *non può* conoscere e considerare (ad esempio, la forza commerciale del marchio della società gravemente indebitata potrebbe risollevarne le sorti della società attualmente florida ma prossima ad una crisi finanziaria per cause contingenti). Di qui la necessità che siano i creditori delle diverse società, caso per caso, a valutare se l'operazione convenga e meriti la loro fiducia.

Si pensi poi alla scissione. Ipotizzando una scissione che separi i cespiti di maggior valore e produttività dalla gran parte delle passività, emerge anche qui con tutta evidenza come, pur non essendo un'operazione *di per sé* vietata, possa nondimeno rivelarsi gravemente pregiudizievole per i creditori; e ciò malgrado l'art. 2506-*quater*, comma 3, sancisca la responsabilità solidale di tutte le società coinvolte nella scissione nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto loro assegnato o rimasto.

Ecco, pare allora evidente come la prospettata ricostruzione non farebbe altro che riproporre la medesima problematica che si rinviene in caso di fusione e di scissione (alla quale ultima, in particolare, la costituzione di patrimoni destinati è accostata, al punto da riferirsi ad essa in termini di “scissione endosocietaria”⁴⁶).

Il vincolo del dieci per cento, così ricostruito, rappresenterebbe allora solo un primo limite, definente la quantità massima di patrimonio che può segregarsi; ma ad esso andrebbe comunque a sommarsi il diritto di opposizione che i creditori potrebbero

⁴⁶ Così G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1654. Osservano come la procedura della costituzione dei patrimoni destinati sia modellata su quella della scissione (o comunque sia ad essa molto affine) G. LAURINI, *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, cit., p. 125; M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 501; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-quater*, cit., p. 1235; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1687 s.

pur sempre esercitare qualora la destinazione patrimoniale, benché rispettosa del parametro astratto, si riveli in concreto pregiudizievole per i loro diritti⁴⁷.

Tuttavia, mentre è sostenibile che il denominatore della frazione comprenda il valore dei patrimoni destinati, si è detto sopra di come sia attualmente forse troppo ardito proporre un'interpretazione del secondo comma dell'art. 2447-*bis* che consenta di riferire il «complessivamente» al saldo contabile del patrimonio destinato e così sottoporre al limite del decimo il valore del singolo comparto anziché alla somma di tutte le destinazioni.

Per le ragioni illustrate, però, potrebbe forse essere auspicabile una modifica legislativa che, da un lato, chiarisca che il valore del patrimonio destinato da assumere a parametro è un valore netto e, dall'altro, consenta di conseguenza di contenere l'operatività del limite del decimo al singolo comparto.

4. La rilevanza degli apporti di terzi.

Un patrimonio destinato non si compone solamente dei «beni e [de]i rapporti giuridici» che la società vi destina (art. 2447-*ter*, comma 1, lett. b), ma può essere alimentato anche con risorse provenienti da investitori terzi⁴⁸: un tanto è espressamente previsto dall'art. 2447-*ter*, comma 1, lett. d, a norma del quale la delibera costitutiva del patrimonio destinato deve indicare la presenza «[de]gli eventuali apporti di terzi».

Particolarmente importante per la presente analisi è pertanto affrontare il tema della creazione di patrimoni destinati attraverso detti apporti. Essi, infatti, assumono massimo rilievo ai fini della costruzione di una struttura patrimoniale multicompartimentale priva di limitazioni.

In primo luogo, approdo fondamentale raggiunto dalla dottrina maggioritaria⁴⁹ è quello per cui il limite del dieci per cento non riguarda affatto le dimensioni massime che i patrimoni destinati, anche complessivamente considerati, possono raggiungere: esso opera con esclusivo riguardo alla porzione del patrimonio sociale che viene

⁴⁷ Osserva G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 35 come l'istituto dell'opposizione trovi ragione proprio nel fatto che la destinazione patrimoniale comporta una diminuzione, di eguale ammontare, della garanzia patrimoniale della società verso i suoi creditori "generalisti".

⁴⁸ "Terzi" vanno nel presente contesto intesi come soggetti diversi dalla società segregante e quindi tra essi ben possono ricomprendersi anche i soci della stessa: così condivisibilmente A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 28 s.

⁴⁹ Anche in tal caso non constano orientamenti notarili ufficiali.

destinato, mentre gli apporti dei terzi non vengono a tal fine in alcun rilievo e ciò a prescindere dalla circostanza che per i relativi apporti sia previsto o meno il rimborso⁵⁰. Accedendo a questa tesi, ne consegue che quella soglia che tanto mortifica le potenzialità dell'istituto deve invero più correttamente intendersi (e ridimensionarsi) come limite operante esclusivamente nei confronti della società per il caso in cui essa decida di sottrarre al ceto creditorio una parte della garanzia su cui esso faceva affidamento⁵¹; ma ciò, a ben vedere, non può affatto pregiudicare la possibilità di ricorrere agli apporti di terzi per destinare a singoli affari, come ad autonomi settori di attività, patrimoni dalle più diverse (e perciò anche notevoli) dimensioni⁵².

Poiché il patrimonio iniziale di una società è pur sempre composto dai beni apportati dagli investitori (siano essi soci o sottoscrittori di altro tipo di strumenti finanziari), si deve allora di distinguere due ipotesi. Se la società costituisce un comparto separato “vuoto” e gli investitori⁵³ versano direttamente in questo i loro

⁵⁰ Nel senso che gli apporti dei terzi non debbano essere computati nel limite del dieci per cento è orientata la dottrina prevalente: R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 72 e p. 118; M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 503 (seppur in termini dubitativi); M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 852 ss.; G. LAURINI, *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, cit., p. 122; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 27; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1633 e p. 1637, dove l'Autore nota come il concetto di «affare» non implichi di per sé limitazioni quantitative, sicché i comparti patrimoniali in discorso potranno avere dimensioni anche rilevanti; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 79 s.; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 184; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 20; P. MANES, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 62 e p. 95; G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, cit., p. 1332 nt. 17. Per l'orientamento minoritario, secondo cui il predetto limite sarebbe applicabile anche considerando gli apporti dei terzi, si vedano L. SALAMONE, *Il finanziamento dei patrimoni destinati a «specifici affari» [art. 2447-bis, 1° comma, lett. a), c.c.]*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 246; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 1222, secondo cui gli apporti dei terzi andrebbero comunque imputati alla società, ancorché attratti dal vincolo di destinazione, sicché essi da un lato dovrebbero essere conteggiati nel patrimonio destinato, dall'altro, per il valore corrispondente, dovrebbero essere conteggiati nel patrimonio netto della società e dunque costituirebbero pur sempre beni destinati dalla società al patrimonio destinato; l'Autore peraltro precisa che tale discorso vale per gli apporti a titolo di partecipazione al patrimonio destinato senza obbligo di restituzione o di rimborso, non vale per gli apporti con causa di prestito, che costituiscono tecnicamente e giuridicamente un debito del patrimonio, né per quelli che hanno per oggetto beni o valori non conferibili ai sensi dell'art. 2342 e, quindi, non sono iscrivibili in bilancio.

⁵¹ Come giustamente rilevato da B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.)*, cit., p. 168, secondo cui «[l]a ragione di tale previsione può risiedere nell'esigenza (e forse nel timore), che, attraverso la costituzione del patrimonio destinato, possono essere attuate iniziative tese, direttamente o indirettamente, a sottrarre ai *creditori generali* la garanzia patrimoniale» (corsivo originale).

⁵² Osserva M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 859, che se il limite di cui all'art. 2447-bis, comma 2, è determinabile da un raffronto tra attività e passività e non include gli apporti dei terzi, evidentemente non può evitare la formazione di patrimoni destinati per affari di prevalente interesse rispetto alle altre iniziative della società.

⁵³ Sul tipo di contratti attraverso cui questi procedono agli apporti ci soffermeremo più diffusamente nel successivo paragrafo.

apporti⁵⁴, allora nessun limite viene in rilievo. Se invece *prima* gli investitori apportano ad un comparto esistente e *poi*, in un secondo momento, la società decide di segregarne una parte, *allora* opererà il limite del dieci per cento. E a ben donde: in questo caso, parte della garanzia patrimoniale dei creditori sociali viene distratta; nel primo caso, invece, non vi è un solo momento in cui i creditori sociali possano considerare quegli apporti come facenti parte della propria garanzia patrimoniale e dunque nessun'esigenza di loro tutela s'impone.

Questione consequenziale alle suesposte considerazioni è quella che riguarda la possibilità di costituire patrimoni destinati esclusivamente mediante apporti di terzi.

Un primo orientamento è di opinione contraria⁵⁵: la totale dissociazione tra attività e rischio d'impresa che ne seguirebbe, infatti, sarebbe in contrasto con un principio basilare del diritto societario, in virtù del quale l'imprenditore, per effetto della spendita del nome nell'attività d'impresa, è tenuto anche a subirne i rischi. Peraltro, l'intera disciplina della fattispecie è articolata sulla destinazione di una parte di patrimonio ad un singolo affare, per cui sarebbero incompatibili ipotesi in cui mancasse una destinazione, tanto più che il sostentamento dell'affare esclusivamente con l'apporto di terzi finanziatori troverebbe adeguata risposta nell'altro modello di carattere finanziario di cui all'art. 2447-bis, comma 1, lett. b.

Altra dottrina, invece, si pronuncia in senso favorevole: non stabilendo la legge il valore minimo dei beni che dovrebbero essere apportati dalla società (valore, che perciò potrebbe ben essere irrisorio), l'ammissibilità della costituzione di un patrimonio destinato non potrebbe dipendere dalla questione se questa contribuisca con "un euro" di capitale proprio all'affare o meno⁵⁶.

⁵⁴ L'ipotesi è reputata ammissibile, ma il tema verrà approfondito subito oltre nel testo. Si ritiene che possano essere oggetto di apporto al patrimonio (sia ad opera della società gemmante, sia ad opera di terzi) beni mobili e immobili, crediti, beni immateriali, crediti di firma, fideiussioni, *know how*, progetti, studi, obblighi di non fare ecc.: così G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-ter*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, cit., p. 1226; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1684; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 23 e p. 62; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 196; A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 174 s.; L. POTITO, *Patrimoni destinati ... all'insuccesso?*, cit., p. 545; G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, cit., p. 1331; L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori*, cit., p. 136; R. ARLT, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 339. Sulla rappresentazione contabile di tali apporti e dei diritti degli apportatori, v. G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 51 ss.

⁵⁵ G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1641 nt. 73; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 24; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 82; L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori*, cit., p. 136 s.

⁵⁶ M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 856 e p. 858 nt. 78; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 92 s.; R. ARLT, *I patrimoni destinati ad uno*

Questo secondo orientamento sembra più condivisibile, in quanto pare essere una considerazione del tutto formalistica quella secondo cui la società, in caso di costituzione del comparto esclusivamente con apporti di terzi, fungerebbe da mero gestore di denaro altrui, senza assumere alcun rischio: il patrimonio sociale, difatti, è *di per sé* un accumulo di denaro fornito dagli investitori. A ben vedere, che un investitore versi il proprio finanziamento direttamente al patrimonio destinato o che lo versi al patrimonio generale e tali risorse vengano in un secondo momento convogliate nel patrimonio destinato, nell'uno e nell'altro caso l'origine delle finanze impiegate nell'impresa societaria è assolutamente identica. Né pare poi ravvisabile alcuna ragione per cui debba imporsi alla società di procedere necessariamente ad un atto di distrazione di risorse, laddove vi sia la possibilità di dirottare gli investimenti direttamente sul patrimonio destinato.

L'adesione a questo secondo orientamento conduce in conclusione a tre importanti conseguenze.

In primo luogo, diviene *totalmente irrilevante* il limite del dieci per cento, che come detto non comprende nel proprio ambito di applicazione gli apporti di terzi.

In secondo luogo, non si applica nemmeno la disciplina dell'opposizione dei creditori, ai quali, non subendo essi alcun fenomeno di separazione, non vi è ragione di riconoscere alcun diritto in tal senso⁵⁷.

In terzo luogo, si consente ad una s.p.a. di diritto comune di replicare la struttura e la conseguente capacità di attrarre investimenti proprie di una Sgr: in fondo, si è visto nella precedente sezione come questa non sia altro che una società che costituisce patrimoni separati alimentati esclusivamente con gli apporti di terzi investitori. E non a caso in dottrina si è già ipotizzato che una società potrebbe persino giungere ad essere in

specifico affare, cit., p. 346, testo e nt. 92; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 172 s.; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 82; seppur in termini dubitativi, A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 28 nt. 74. Propone una tesi intermedia R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 120 s., secondo cui occorrerebbe distinguere: non sarebbe ammissibile la costituzione con esclusivi apporti di terzi quando questi consistano in prestazioni promesse e di futura esecuzione; sarebbe invece ammissibile nel solo caso in cui le prestazioni sottostanti agli apporti siano eseguite al momento del controllo notarile sulla delibera costitutiva, così consentendo al notaio rogante la certificazione della formale sussistenza della congruità del patrimonio (consistente in ipotesi nelle sole risorse dei terzi immediatamente poste a disposizione della società) rispetto all'affare, anche con l'ausilio di una relazione tecnica redatta da un esperto indipendente.

⁵⁷ Così M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 504; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-quater*, cit., p. 1235 nt. 8; M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 858.

concreto operativa solo attraverso la gestione di uno o più patrimoni destinati, eventualmente coordinati con quelli di altre società⁵⁸.

L'unico limite che allora la società sarebbe tenuta ad osservare in caso di patrimoni destinati costituiti con esclusivo apporto dei terzi sarebbe il rispetto del requisito della congruità⁵⁹. Da qui l'interrogativo se la congruità debba mantenersi anche nella vita del patrimonio destinato e quali siano le conseguenze laddove tale requisito venga meno.

Si è evidenziato in dottrina come in simile situazione benché possa versarsi addirittura nella fattispecie della sopravvenuta impossibilità di realizzare l'affare, non necessariamente la sopravvenuta incongruità del patrimonio si traduce in un'impossibilità dell'affare, in presenza di una ragionevolmente prevedibile attitudine dello specifico affare a generare flussi di cassa tali da coprire il fabbisogno finanziario del patrimonio destinato medesimo; per cui la carenza del requisito della congruità implicherebbe la sola responsabilità degli amministratori che abbiano disposto, o anche colposamente mantenuto in essere, una segregazione "incongrua". Questa soluzione troverebbe conforto testuale nella collocazione della prescrizione normativa circa il requisito della congruità non già nell'ambito delle cause di cessazione della cellula, e nemmeno nella nozione stessa del patrimonio destinato, bensì nell'ambito dei contenuti, anche esplicativi, della delibera costitutiva (delibera presa, di regola, dall'organo amministrativo)⁶⁰.

⁵⁸ M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 859.

⁵⁹ Così R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 119 ss., testo e nt. 56; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 58 s., il quale osserva che, se il patrimonio societario dovesse essere congruo da solo a realizzare lo scopo prefissato, l'istituto dei patrimoni destinati sarebbe utilizzabile solo per affari di modesta consistenza, tenuto presente che complessivamente (ossia per tutti gli affari eseguiti in regime di separazione) la destinazione non può superare il limite del dieci per cento del patrimonio netto e che, in linea di massima, quanto è più rilevante l'affare, maggiori sono le risorse necessarie alla sua realizzazione; inoltre – prosegue l'Autore – se il riferimento normativo della congruità fosse limitato alla sola parte destinata all'affare dalla società dedicante, si dovrebbe attribuire al legislatore l'intento di assegnare a tale requisito la funzione di un semplice obbligo di trasparenza e non dell'obbligo di dotare il patrimonio di mezzi congrui per la realizzazione dell'affare, il che sarebbe difficile da comprendere. Così anche, se ben s'intende, P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 88. Sull'interpretazione in generale del concetto di "congruità" all'affare del patrimonio destinato si vedano, tra i molti, R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 561 s.; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1684 s.; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 1225 s.; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1638 s.; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 197 ss.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 81 s. e p. 156 ss.; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 111 ss.; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 87 s.; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 101 ss.

⁶⁰ F. PASQUARIELLO, *Commento agli artt. 2447-sexies – 2447-septies*, in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, di P. Manes e F. Pasquariello, cit., p. 209 s.

Resta fermo però che la sopravvenuta insufficienza del patrimonio alla realizzazione dell'iniziativa cui è dedicato deve valutarsi come causa di impossibilità sopravvenuta dell'affare che impone la liquidazione del compendio separato ai sensi dell'art. 2447-*novies*⁶¹.

Secondo una diversa impostazione, invece, la congruità costituirebbe uno dei presupposti del beneficio della limitazione della responsabilità, con la conseguenza che in caso (non solo di originaria mancanza, ma anche) di sopravvenuta incongruità del patrimonio destinato, la società risponderebbe delle obbligazioni con il proprio intero patrimonio⁶².

Altro orientamento ancora ritiene invece che la congruità debba essere un requisito da riferire al solo momento genetico del patrimonio destinato e che pertanto nessuna conseguenza potrebbe prodursi in virtù di un'incongruità funzionale, cioè prodottasi durante l'esecuzione dell'affare, poiché ciò rientrerebbe nel normale rischio connaturato a qualsiasi operazione economica⁶³.

5. La struttura finanziaria di un patrimonio destinato: la natura degli apporti dei terzi e gli strumenti finanziari di partecipazione all'affare.

La circostanza per cui un patrimonio destinato può essere formato soltanto da apporti di terzi investitori consente, a ben vedere, di ravvisare in esso esattamente lo stesso schema del patrimonio di una società autonoma: un patrimonio, cioè, inizialmente composto dalle risorse apportate dagli investitori, che su di esso vantano diritti. Ebbene, si tratta ora di analizzare la struttura finanziaria dei patrimoni destinati, ossia quali diritti patrimoniali possano vantare i terzi apportatori sul compendio separato. La domanda, si anticipa sin d'ora, è funzionale a verificare la possibilità di ricreare sul patrimonio destinato la medesima struttura finanziaria di un'autonoma società per azioni.

⁶¹ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 225.

⁶² Così B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.)*, cit., p. 174 s., il quale giunge però alla conclusione per cui, in caso vi siano creditori rimasti insoddisfatti al momento della liquidazione del patrimonio, ciò sarebbe *di per sé* significativo di un'originaria o sopravvenuta incongruità del patrimonio destinato, con conseguente estensione della responsabilità al patrimonio generale della società. Se si è correttamente compreso il pensiero dell'illustre Autore, quest'ultima tesi non pare però condivisibile: si finirebbe così per frustrare l'obiettivo della limitazione di responsabilità, che a ben vedere si coglie proprio nel momento in cui un compendio patrimoniale non sia sufficiente a soddisfare integralmente tutti i creditori che verso di esso vantano ragioni. In senso conforme F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 76 s.

⁶³ R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 562.

Il dato di partenza è che i diritti patrimoniali dei terzi apportatori hanno una garanzia patrimoniale circoscritta al patrimonio separato e dunque, nel caso in cui esso non sia sufficiente a soddisfarli, non potranno contare su beni ricompresi in altri comparti⁶⁴.

Quanto al contenuto dei diritti patrimoniali dei terzi apportatori, la dottrina tende ad inquadrare il rapporto tra questi e la società in termini di associazione in partecipazione (valorizzando il fatto che il terzo è un investitore che partecipa non già all'intera società ma ad un singolo affare della stessa)⁶⁵; salvo poi però far leva sull'ampia flessibilità concessa da tale tipo contrattuale per ammettere che i diritti patrimoniali del terzo "associato" possano in realtà essere variamente configurati, rendendoli più o meno esposti al rischio d'impresa. Di qui si giunge a ritenere possibile che l'apportatore vanti posizioni patrimoniali che vanno dal puro credito⁶⁶ – nel quale caso il suo contratto sarà più correttamente qualificabile come mutuo – al puro rischio proprio dell'associazione in partecipazione, con nel mezzo tutte le sfumature e le ibridazioni consentite dall'autonomia negoziale⁶⁷.

⁶⁴ Ciò, beninteso, a meno che non sia stabilita la responsabilità sussidiaria di un altro comparto a norma dell'inciso iniziale dell'art. 2447-*quinquies*, comma 3.

⁶⁵ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 121 ss., per il quale gli apporti dei terzi costituirebbero una forma evoluta, e soprattutto dotata di efficacia reale, di associazione in partecipazione, che consentirebbe alla società di reperire sempre nuove risorse emettendo titoli di credito e prescindendo dal consenso dei precedenti finanziatori (invece richiesto dall'art. 2550 c.c.). Secondo l'Autore, in tal senso deporrebbero, prima di tutto, i riferimenti del legislatore ad uno «specifico affare» e a delle «modalità di controllo sulla gestione e di partecipazione ai risultati»; in secondo luogo, l'esclusiva titolarità diretta dell'affare in capo alla società, che si limiterebbe ad attribuire ai terzi finanziatori dei patrimoni destinati una «partecipazione ai risultati» di un'iniziativa già programmata e soltanto ad essa giuridicamente imputabile; in terzo luogo, la circostanza per cui gli eventuali diritti amministrativi attribuiti ai terzi apportatori sarebbero pur sempre funzionali non già alla gestione diretta dell'affare, bensì esclusivamente alla conservazione della garanzia patrimoniale dell'investitore e, quindi, al mero controllo sull'amministrazione della specifica attività.

⁶⁶ Si veda quanto evidenziato da A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 34 s., secondo il quale, laddove la società ricorra in epoche successive a nuovi finanziamenti da parte di terzi, la sostenibilità finanziaria dei nuovi impegni aggiuntivi dovrebbe essere esposta in un nuovo piano economico-finanziario, comprensivo dei nuovi finanziamenti, di cui sarebbe opportuna l'approvazione da parte dell'assemblea speciale dei titolari di strumenti finanziari di partecipazione all'affare (laddove emessi).

⁶⁷ L'autonomia privata sarebbe perciò libera di stabilire il contenuto e la natura del rapporto contrattuale tra la società e i terzi finanziatori dello specifico affare, potendo spaziare tra gli estremi del contratto di società e del contratto di mutuo; in sostanza, da un diritto alla restituzione di quanto apportato fino all'estremo opposto dell'esclusione di ogni diritto al rimborso: in questi termini G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 33, per il quale non sarebbe stato certo necessario che la legge consentisse espressamente alla società di ricorrere, nella gestione del patrimonio destinato, al credito tramite la stipulazione di un mutuo; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 92 s. Cfr. anche L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 117 s., ad opinione del quale gli apporti dei terzi potrebbero anche avvenire a titolo di prestiti subordinati o irredimibili ai sensi dell'art. 12, comma 7, T.u.b.

Se, poi, tali diritti patrimoniali vengono in qualche misura esposti al rischio d'impresa, saranno allora necessariamente correlati alla consistenza e/o ai risultati economici del comparto cui partecipano⁶⁸. Con la conseguenza che i risultati di un comparto non risentiranno dei risultati degli altri: perciò, qualora un comparto produca un utile, la distribuzione di questo ai terzi apportatori non sarà soggetta alla condizione che si sia realizzato un risultato utile globale⁶⁹. Tutto ciò, sia per quanto riguarda i diritti patrimoniali da esercitare in costanza del rapporto contrattuale, sia per quanto riguarda quelli da esercitare in occasione di scioglimento del rapporto individuale, dell'intera società o del singolo comparto.

Il rapporto contrattuale tra società e terzo finanziatore può svolgersi entro una dimensione individuale e così rimanere regolato dal comune diritto dei contratti. Ma, a norma dell'art. 2447-ter, comma 1, lett. e), può anche essere incorporato in strumenti finanziari⁷⁰ di partecipazione all'affare che consentano l'eventuale smobilizzo

⁶⁸ Nel qual caso, però, essendovi anche un fenomeno di compartimentazione esterna, la soddisfazione del diritto non potrà che avvenire con i soli beni compresi nel comparto separato e non con tutti i beni della società, come invece accade in caso di compartimentazione meramente interna. Per la differenza rispetto alla disciplina delle azioni correlate, si vedano L. C. NATALI, *Riflessioni in tema di amministrazione del patrimonio destinato*, in *Soc.*, 2007, p. 141; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2350*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, p. 299; M. LAMANDINI, *I patrimoni destinati nell'esperienza societaria*, cit., p. 492; F. MANCUSO, *Le società emittenti azioni correlate*, cit., p. 134; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit. p. 16 s.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 122 s.; L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori*, cit., p. 141 s., il quale evidenzia come gli azionisti correlati siano comunque azionisti dell'intera società, sicché rispondono di tutte le obbligazioni sociali, non solo di quelle attinenti al comparto; inoltre, patrimonio generale e singoli comparti non risultano reciprocamente insensibili dal punto di vista patrimoniale ed è per questo che quand'anche il comparto produca utili, questi non possono essere distribuiti agli azionisti correlati laddove tali utili siano interamente compensati dalle perdite subite dalla società negli altri comparti.

⁶⁹ M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 502; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1306; M. BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale*, cit., p. 195; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 79; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 98; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 51 s. In senso difforme però G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 62 s., il quale distingue il diritto dei portatori di strumenti finanziari "agli utili dell'affare", che consiste in un diritto di credito commisurato e condizionato alla produzione di utili dell'affare – il quale rappresenta per il patrimonio destinato un debito che va adempiuto (e, dal punto di vista reddituale, un costo che va sostenuto) prima di determinare l'utile netto dell'affare – dall'utile della società distribuibile agli azionisti, da determinare al netto dei costi sostenuti per adempiere il debito condizionato verso i portatori di strumenti finanziari.

⁷⁰ Cfr. L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 117, secondo cui con l'espressione "strumento finanziario" nelle disposizioni codicistiche si designerebbe una tecnica di raccolta di finanziamenti incentrata sulla scomposizione di un investimento collettivo in unità di misura costanti, siano poi tali unità sottoposte ad una determinata legge circolatoria (così i titoli di credito e/o gli strumenti finanziari dematerializzati ai sensi del Titolo V del d.lgs. 14 giugno 1998, n. 213) oppure no (come nel caso di posizioni contrattuali non circolanti, documentate o non).

dell'investimento e la sua suddivisione in frazioni omogenee, standardizzate e fungibili⁷¹.

Indipendentemente dai problemi afferenti alla loro qualificazione⁷², la dottrina è tendenzialmente concorde nel ritenere che l'autonomia privata abbia massima libertà nel configurare i profili giuridici di rischio relativi a tali strumenti finanziari⁷³, avendo a

⁷¹ Nel senso che la lettera e) dell'art. 2447-ter altro non preveda che la possibilità di cartolarizzare la posizione di chi apporta capitale in base alla lett. d), A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1283; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 125; O. CAGNASSO, *I patrimoni destinati*, cit., p. 1028; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 99 s.; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, p. 1644. C. SASSO, p. 441; S. PERUGINO, *Strumenti finanziari*, cit., p. 942 s. Si veda però A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 28, dove l'Autore evidenzia come gli strumenti finanziari di cui alla lett. e) non siano altro che la cartolarizzazione dei rapporti contrattuali intrattenuti con i terzi apportatori di cui alla precedente lett. d), e p. 35, dove lo stesso sostiene che la società potrebbe anche emettere sul patrimonio destinato una categoria di strumenti finanziari composta da un solo strumento finanziario. A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1685. Si veda poi G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 167, il quale, commentando il progetto di riforma del diritto societario prima della sua entrata in vigore e pur dicendosi contrario all'ammissibilità di azioni correlate ad un patrimonio destinato, osservava come la prevista possibilità di emettere strumenti finanziari sul patrimonio destinato «rimuov[a], peraltro, le perplessità circa la legittimità di operazioni di frazionamento della posizione di associato [in partecipazione, n.d.a.] e di rappresentazione (o, come un tempo si diceva, di incorporazione) in titoli di massa o strumenti finanziari», così, pare, ponendo l'attenzione sul rapporto tra il contratto di associazione in partecipazione regolato dal diritto contrattuale comune e il suo corrispettivo incorporato in strumenti finanziari.

⁷² Secondo taluni, infatti, si tratterebbe di un terzo genere di strumenti finanziari: R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 131 e p. 134 ss.; A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 167 nt. 1. Secondo un certo orientamento, gli strumenti in discorso non sarebbero altro che una sottospecie degli strumenti di cui all'art. 2346, comma 6, con garanzia patrimoniale circoscritta al patrimonio destinato: così G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1646 s; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 258. Secondo altri ancora (A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1288), quella in discorso sarebbe una categoria di strumenti finanziari distinta sia da quella di cui all'art. 2346, comma 6, sia da quella di cui all'art. 2349, comma 2, sia infine da quella di cui all'art. 2411, comma 3. Non è affatto pacifico in dottrina, infatti, quale sia il rapporto tra tali strumenti finanziari e quelli partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. Secondo un primo orientamento (R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 131; A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, 167 nt. 1), i due istituti corrisponderebbero a strutture contrattuali diverse. Secondo un diverso orientamento (v. tra i molti, P. TULLIO, *Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti di partecipazione all'affare*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, p. 387), invece, i due istituti si porrebbero in rapporto di genere a specie: più precisamente (G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 258 ss.), gli strumenti previsti all'art. 2447-ter, comma 1, lett. e, costituirebbero un'applicazione degli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6, nell'ambito dei patrimoni destinati a specie.

⁷³ Per quanto riguarda il trattamento contabile degli apporti di terzi, si ritiene che i) quando vi sia un diritto dell'apportante alla restituzione dell'apporto, dovrà essere iscritto al passivo il relativo importo originario, eventualmente ridotto in conseguenza delle perdite quando sia prevista una partecipazione alle stesse; ii) quando invece l'apporto conferisca solo una partecipazione agli utili (e non alla sua restituzione), nel netto dovrebbe essere iscritta una voce equivalente ad una riserva; iii) se l'apporto è costituito da denaro o dalla proprietà di beni, il relativo importo dovrà essere iscritto all'attivo ed i beni, iscritti al valore di mercato, saranno soggetti ad ammortamento secondo la normale disciplina; iv) laddove l'apporto sia costituito dal godimento di beni deve essere iscritto all'attivo il valore ottenuto capitalizzando, sulla base del periodo di durata del godimento, il canone di mercato per la locazione di tale bene; infine v) quanto l'apporto sia costituito da una prestazione di opera o di servizi, l'aleatorietà della prestazione impedirebbe la sua iscrizione all'attivo a meno che l'obbligazione non sia assistita da idonea garanzia. Così G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 34 s. e p. 51 ss.; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1691; M. BUSSOLETTI,

disposizione tutto il ventaglio di schemi causali⁷⁴, tra loro ordinati attraverso clausole di postergazione convenzionale, sino alla totale esclusione di ogni obbligo a carico della società di restituire l'apporto. Gli strumenti in discorso, quindi, sono variamente configurabili come rappresentativi di capitale di rischio, di capitale di credito o ibridi⁷⁵.

Accedendo a questo orientamento, risulta conseguentemente possibile emettere per ciascun patrimonio destinato diverse categorie di strumenti finanziari di partecipazione, ognuna delle quali si distinguerebbe in funzione degli specifici diritti attribuiti ai titolari⁷⁶. Il che si rivela particolarmente interessante, perché consente di

L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale, cit., p. 194 ss.; M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 499; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 176 nt. 11; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 136 nt. 325; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 63 s., testo e nt. 108.

⁷⁴ Sulla società per azioni come forma organizzativa strumentale al finanziamento di un'impresa, si vedano U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1101 s.

⁷⁵ Si vedano in argomento: M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 852 ss., testo e nt. 69 e nt. 71; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1284 ss.; R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 559 nt. 42; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 94; G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 33 s., ad opinione del quale il rapporto con la società può variamente configurarsi in termini di associazione in partecipazione, cointeressenza senza partecipazione alle perdite o, al limite, mutuo parziario; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 1227 s.; M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 498 s.; L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 119 e p. 122 ss.; ID., *Il finanziamento dei patrimoni destinati a «specifici affari» [art. 2447-bis, 1° comma, lett. a), c.c.]*, cit., p. 242 ss., per il quale gli apporti di cui all'art. 2447-ter, comma 1, lett. d) potranno solamente confluire nel capitale di credito (del comparto destinato) della società, mentre gli apporti a fronte dei quali vengono emessi gli strumenti finanziari di cui alla successiva lett. e) possono confluire tanto nel capitale di credito quanto nel capitale di rischio; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 136 ss., il quale osserva come sottesi all'emissione degli strumenti finanziari di partecipazione all'affare vi siano in realtà contratti di investimento di cui il legislatore non offre una definizione o una qualificazione giuridica, consentendo così all'autonomia privata di variare la loro natura in ragione della configurazione del rapporto di investimento prevista nella deliberazione costitutiva del patrimonio destinato; tuttavia, la notevole flessibilità dell'impianto normativo dell'associazione in partecipazione, unitamente al contenuto della disciplina ivi posta a tutela degli investitori, consentirebbe di inquadrarvi il contratto di investimento sotteso all'emissione degli strumenti in discorso anche qualora questi attribuissero il diritto alla restituzione dell'apporto effettuato, in modo da offrire all'interprete «preziose indicazioni per la ricostruzione della relativa disciplina di protezione dei sottoscrittori»; A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 57, dove l'Autore ammette possano essere emesse anche le c.d. «perpetuals», ossia obbligazioni il cui rimborso risulta parametrato sulla durata residua dell'impesa sociale, p. 59 s. e p. 168; F. DI SABATO, *Strumenti finanziari di partecipazione a specifici affari*, cit., p. 23; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 110 e p. 113; L. POTITO, *Patrimoni destinati ... all'insuccesso?*, cit., p. 545; L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori*, cit., p. 142; G. LAURINI, *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, cit., p. 132, secondo cui i titoli in discorso sarebbero para-partecipativi o di debito, escluse però le obbligazioni; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-ter*, in Bertuzzi, Bozza, Sciumbata (a cura di), *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, s.a.a.*, cit., p. 67, che sostiene si tratti di titoli di debito parametrati all'andamento dell'affare.

⁷⁶ F. DI SABATO, *Strumenti finanziari di partecipazione a specifici affari*, cit., p. 24; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1287; O. CAGNASSO, *I patrimoni destinati*, cit., p. 1028; G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 67; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 175; A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 58 s. e p. 167 s., testo e nt. 4, il quale acutamente osserva: «[i]l fattore tempo, peraltro, che

offrire sul mercato prodotti finanziari differenziati (in base ai diritti patrimoniali) così da intercettare i diversi interessi e propensioni all'investimento e canalizzare nell'impresa ogni tipologia di risorse offerte su quel mercato e nel maggior ammontare possibile per le specifiche esigenze dell'impresa sociale⁷⁷.

Occorre a questo punto chiedersi se, nell'ipotesi in cui gli strumenti finanziari attribuiscano un diritto alla restituzione certa dell'apporto, debbano applicarsi i limiti di emissione delle obbligazioni previsti dall'art. 2412. La soluzione prospettata in dottrina è di segno negativo: sul piano testuale, il comma 3 dell'art. 2411 dichiara applicabile la disciplina delle obbligazioni ai soli «strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale *all'andamento economico della società*» e non anche di una sua specifica iniziativa economica ad essa facente capo⁷⁸.

Sembra però più condivisibile la soluzione positiva⁷⁹. Potrebbe infatti obiettarsi che nel momento in cui ciascun comparto costituisce un patrimonio separato dagli altri – salve le ipotesi eccezionali di responsabilità sussidiaria o generale previste dall'art. 2447-*quinquies*, comma 3 –, esso debba essere trattato *per questi aspetti* come fosse un patrimonio sociale a sé stante. Quindi, nella misura in cui sussistano i presupposti per l'applicazione dell'art. 2412, non dovrebbe potersi trovare nella compartimentazione (contrapposta all'unitarietà del patrimonio sociale) la giustificazione per l'obliterazione di tale disciplina.

permette di rappresentare un contesto economico-finanziario possibilmente mutato al momento di ciascuna delle varie emissioni, può pure contribuire a spiegare la varietà di diritti patrimoniali connessi agli strumenti finanziari in ogni nuova emissione».

⁷⁷ A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 168 s.

⁷⁸ Così R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 139 s., secondo cui detti limiti avrebbero piuttosto ragione di applicarsi a strumenti finanziari obbligazionari con rendimento correlato all'andamento dello specifico affare, di cui la società risponde con tutti i propri beni presenti e futuri: ciò in quanto i possessori di tali strumenti risulterebbero non già creditori particolari con titolo a soddisfarsi sul solo patrimonio destinato (come invece i possessori degli strumenti finanziari di partecipazione all'affare), bensì creditori sociali, che quindi concorrono sull'intero patrimonio della società e da qui la necessità di rispettare i limiti di cui all'art. 2412; F. DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari*, cit., p. 23; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 102. Se ben s'intende, in questo senso parrebbe orientato anche L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 119 s., secondo il quale «la disciplina dei limiti patrimoniali non è la stessa che per la emissione degli strumenti finanziari di partecipazione allo specifico affare, da un lato, e per la emissione di obbligazioni e di strumenti finanziari ex art. 2346, ult. comma, e 2411, ult. comma c.c., dall'altro» (corsivo originale).

⁷⁹ Prospettata, seppur in termini dubitativi, da C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 81.

6. (segue) *La struttura finanziaria di un patrimonio destinato: la possibilità di emettere azioni sul patrimonio destinato.*

Occorre ora chiedersi se la struttura finanziaria di un patrimonio destinato possa comprendere anche titoli di natura azionaria.

Bisogna però al riguardo procedere per gradi.

Una prima questione è infatti se la società possa emettere azioni correlate allo specifico affare cui è stato dedicato un patrimonio destinato. Il punto passa per l'interpretazione dell'inciso iniziale dell'art. 2350, comma 2, ai sensi del quale «[f]uori dei casi di cui agli art. 2447-*bis*, la società può emettere azioni correlate (...)».

Una prima tesi lo esclude, argomentando innanzi tutto dal tenore letterale della norma, che abilita la società ad emettere azioni correlate soltanto «*fuori dai casi*» di patrimoni destinati a specifici affari⁸⁰; e in secondo luogo sulla base della differenza che sussisterebbe tra un «settore di attività», cui possono essere correlate le azioni, e lo «specifico affare», che a differenza del primo consisterebbe necessariamente in un'attività episodica⁸¹.

Secondo altra interpretazione, invece, la soluzione dovrebbe essere positiva: in tal caso, però, non vi sarebbe una parte di capitale sociale *destinata* allo specifico affare e si tratterebbe perciò di azioni rappresentative dell'unico capitale sociale della società, correlate all'andamento di un distinto comparto patrimoniale, sulla scorta, in sostanza, di quel che accade nel caso di *subsidiary shares* (ossia, azioni correlate all'andamento di una società controllata)⁸².

⁸⁰ G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 65; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 132; così anche, se ben s'intende, A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1305.

⁸¹ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 48 ss.

⁸² G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 1229 s., il quale osserva come, così facendo, non si farebbe altro che creare una categoria di azioni correlate ai risultati del patrimonio destinato quanto alla partecipazione agli utili ed alla quota di liquidazione e privilegiate nell'assoggettamento alle perdite rinvenienti dalla gestione "ordinaria"; ma tale soluzione, postulando la creazione di una categoria di azioni (emesse a fronte della creazione del patrimonio destinato) privilegiate nella partecipazione alle perdite e, quindi, la postergazione, quanto alle perdite, delle azioni ordinarie, renderebbe necessaria una modifica dell'atto costitutivo e l'approvazione da parte delle assemblee speciali delle categorie che si verrebbero a pregiudicare; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1685 s.; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 106; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 227, seppur in termini dubitativi; P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 210 ss., secondo cui l'inciso iniziale dell'art. 2350, comma 2, andrebbe inteso nel senso che la società *può* emettere azioni correlate anche nell'ipotesi di costituzione di patrimoni destinati, quando inerenti a determinati settori di attività; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 105 ss., testo e nt. 125, secondo cui gli azionisti correlati parteciperebbero perciò ai risultati dell'affare in maniera indiretta, ossia solo dopo la remunerazione degli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'art. 2447-*ter* e nei limiti dell'esistenza in capo alla società di utili di bilancio distribuibili; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 42 s.; M. ARATO, *Le*

Diversa e più complessa è la questione se il patrimonio destinato possa avere una componente di capitale sociale e dunque delle azioni rappresentative di esso. Le differenze rispetto alla fattispecie appena trattata sono evidenti: qualora le azioni emesse su un patrimonio destinato non fossero semplicemente correlate al suo andamento ma costituissero frazioni di un capitale *proprio* del patrimonio destinato (nel senso che il bilancio del patrimonio destinato comprende una voce “capitale” cui corrispondono delle azioni), i diritti patrimoniali da queste attribuiti sarebbero in misura maggiore autonomi dall’andamento degli altri comparti della società; inoltre, essendovi una compartimentazione esterna, gli azionisti di comparto potrebbero soddisfare le proprie ragioni esclusivamente sui beni compresi nel comparto cui partecipano.

Un primo orientamento⁸³ esclude l’ammissibilità di una simile costruzione, sulla scorta dei seguenti argomenti: in primo luogo, perché la II Direttiva comunitaria vieta la formazione di un sub-capitale, sicché tutte le categorie di azioni devono in ultima istanza rispondere unitariamente al saldo negativo dell’attività svolta; in secondo luogo, perché quello sottostante all’emissione degli strumenti finanziari di cui all’art. 2447-ter, comma 1, lett. e, non sarebbe (né potrebbe essere) un contratto di società; né argomenti in senso contrario potrebbero trarsi dalla possibilità per le Sicav di emettere azioni rappresentative di comparti separati, dal momento che nell’ambito di tale sotto-tipo di s.p.a. (e a prescindere dalla loro natura) il capitale non avrebbe la funzione vincolistica propria del diritto societario comune (ed in particolare del diritto azionario); infine, l’emissione di azioni sul patrimonio destinato, implicando in tesi una separata liquidazione delle stesse in ipotesi di dissoluzione del compendio, darebbe luogo ad una vera e propria riduzione del capitale con una distrazione definitiva di valori rispetto ai creditori della società, esito questo non consentito dall’art. 2447-quinquies, comma 1, ai sensi del quale l’eventuale saldo attivo, rinveniente dalla liquidazione del compendio

azioni correlate, cit., p. 134 s. Così paiono orientati anche, se ben s’intende, G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 164, e F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 68 ss.

⁸³ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 131 ss.; ID., *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 117 ss.; G. LAURINI, *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, cit., p. 132; G. GIANNELLI, *Commento all’art. 2447-ter*, cit., p. 1229; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1645; G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 34; G. BOZZA, *Commento all’art. 2447-ter*, cit., p. 63 ss.; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 85; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 93 e p. 99 ss.; G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 164 e p. 167 s., testo e nt. 61; A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 176; L. POTITO, *Patrimoni destinati ... all’insuccesso?*, cit., p. 545; A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 22 s. e p. 26; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 259 s.; P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 210; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 100 ss., testo e nt. 119; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 42 s.

dedicato, confluisce nel patrimonio della società libero da vincoli di destinazione. Pare peraltro importante evidenziare come all'interno di questa corrente non sia mancato chi ha osservato che una simile impostazione non risponde, in realtà, ad alcun precipitato logico o dogmatico inestirpabile, ma solamente ad una «scelta di politica legislativa»⁸⁴.

Secondo altri, invece, il patrimonio destinato potrebbe comprendere in sé una componente di capitale: o perché una parte di capitale sociale viene distaccata e dedicata allo specifico affare⁸⁵, o perché vengono impiegati gli strumenti di cui all'art. 2447, lett. e), per raccogliere capitale sociale, assumendo così la natura di azioni.

⁸⁴ Così A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 23.

⁸⁵ Si vedano le riflessioni in proposito fatte da A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1692 s., secondo cui «la lettera della norma (art. 2447 bis, comma 2°) che pone il limite quantitativo del 10% prendendo, a raffronto, il patrimonio netto della società senza introdurre alcuna distinzione tra capitale e riserve, non sembra precludere che sia destinato al patrimonio una parte del patrimonio sociale corrispondente al capitale. Sarebbe stato più opportuno, pur conservando il rapporto del 10% con il patrimonio netto, porre l'ulteriore limite dell'ammontare delle riserve esistenti. E infatti il capitale sociale, per la parte in cui sia imputato a patrimonio destinato, finisce con l'essere sottratto a creditori sociali e riservato ai creditori particolari. Ma anche nel momento successivo a quello genetico sorgono problemi di non facile soluzione. Non vi è dubbio che le perdite subite dalla società nello svolgimento della sua residua attività non possono incidere sul patrimonio separato, ma soltanto sul patrimonio residuo. Ci si può allora chiedere come debba trovare applicazione la normativa che disciplina la riduzione del capitale sociale per perdite. Poniamo che una società abbia un capitale sociale di 1.000, di cui 100 imputato ad un patrimonio destinato. Se la società subisse una perdita di 320 ed il patrimonio destinato rimanesse immutato, il capitale si sarebbe o non si sarebbe ridotto di oltre un terzo? E ancora: se, nell'esempio fatto, la società subisse una perdita di 900, ed il patrimonio destinato rimanesse immutato, si sarebbe o non si sarebbe verificata una riduzione del capitale sotto il minimo legale? Si potrebbe dire che il patrimonio destinato è pur sempre patrimonio della società, ma se è vero che è destinato esclusivamente ai creditori particolari e che le perdite subite dalla società non possono incidere su tale patrimonio, l'interrogativo non sembra trascurabile». In senso conforme P. MANES, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 64 s. Cfr. anche G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1649 s., il quale, pur negando che possa costituirsi una sorte di sub-capitale (in quanto vietato dalla II Direttiva sopra citata), svolge però il seguente ragionamento riguardo alla possibilità di destinare parte del capitale sociale: «[è] scontato che la separazione patrimoniale possa avvenire contestualmente alla costituzione della società per azioni oppure in un momento successivo. Immaginiamo che ricorra la prima ipotesi e che la società costituisca il patrimonio destinato soltanto con mezzi propri; in tal caso essa si servirà di beni tratti dal proprio patrimonio o capitale "reale" che coincide, in quel momento, con il capitale nominale. Sembra dunque inevitabile che di questa decurtazione del proprio capitale la società debba informare i terzi e in particolar modo i suoi potenziali creditori: non potrà perciò essere mantenuta un'indicazione complessiva del capitale sociale, senza alcuna indicazione della separazione. Perciò, una società che, ad esempio, abbia distaccato dal suo capitale di 120.000 euro, al momento della costituzione, un patrimonio destinato di 12.000 euro (corrispondenti a 1/10, il massimo consentito dalla legge), dovrà adottare una dizione del tipo: "capitale sociale euro 120.000, di cui 12.000 destinati all'affare XY". Un'indicazione analoga dovrà essere usata, più in generale, tutte le volte che, anche in un momento successivo, la società costituisca patrimoni dedicati attingendo al patrimonio corrispondente al proprio capitale nominale» (corsivo originale). In senso analogo, parlando di una «quota di capitale assegnata ad un patrimonio destinato» anche R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 77, il quale comunque esclude l'ammissibilità di una situazione contabile «in cui la cifra del capitale sociale si trovi – in conseguenza di una perdita integrale imputabile al patrimonio netto c.d. generale – ad esprimere la sola garanzia dei creditori particolari dello specifico affare», e giunge così alla conclusione (p. 59 s.) per cui «nulla vieta che il "netto del patrimonio destinato" consista in una quota del capitale sociale»: ed allora, laddove successivamente all'istituzione del patrimonio destinato, la restante gestione della società abbia prodotto perdite tali da intaccare il capitale oltre il terzo e da renderne necessaria (a norma dell'art. 2446, comma 2) la riduzione, in questo caso non si potrebbe trascurare che la quota del

A favore della prima ipotesi si è osservato che «con l’istituzione del patrimonio destinato la società non “si priva” dei beni che lo compongono: essi continuano ad essere “della società”, e semplicemente vengono sottoposti ad una particolare disciplina per quanto attiene alla responsabilità, nel senso che essi risponderanno – finché la destinazione non venga meno – soltanto verso una categoria di creditori», sicché, «superata la fase della possibile opposizione dei creditori preesistenti, e considerato che i creditori successivi sanno (dovrebbero sapere) che una parte del patrimonio netto della società è “destinato” e quindi risponde solo verso i creditori particolare, [sarebbe] infondato affermare che la destinazione all’affare non può superare i vincoli posti dalla legge a garanzia dei terzi sulle voci del netto»⁸⁶.

Un argomento a favore della seconda ipotesi potrebbe derivare dal fatto che, se gli strumenti finanziari di cui all’art. 2447-ter non potessero mai avere natura azionaria, non vi sarebbe stato alcun bisogno di precisare in detta norma che le *azioni* correlate sono emesse «fuori dei casi di cui all’art. 2447-bis»⁸⁷. A quest’ultimo proposito si osserva che, poiché a seguito della riforma del diritto societario il tratto tipologico fondamentale dell’azione andrebbe rintracciato nell’appostazione a capitale della relativa pretesa, qualora il patrimonio destinato venisse costituito da apporti imputati, in tutto o in parte, a capitale (e «distintamente» indicati come tali nello stato patrimoniale della società e nel separato rendiconto), gli strumenti finanziari corrispondentemente emessi, per quanto rappresentativi di una partecipazione all’affare e non di una partecipazione all’intera impresa societaria, assumerebbero inevitabilmente natura azionaria⁸⁸. Ma l’elemento che sembra più rilevare è che, nel separato rendiconto, relativo al patrimonio destinato, gli apporti imputati a capitale, ottenuti dalla liberazione delle azioni di comparto, dovrebbero essere indicati; in specie, nell’ipotesi di emissione

netto corrispondente al patrimonio destinato è rimasta integra, sì che nel bilancio tale sotto-voce non potrà essere intaccata.

⁸⁶ Questo il pensiero di G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 58 ss., il quale avverte che deve essere portata a conoscenza dei terzi, mediante comunicazione negli atti e nella corrispondenza (a norma dell’art. 2250, comma 2), la circostanza per cui una parte del capitale sociale non costituisce più un supplemento di garanzia per i creditori generali.

⁸⁷ In tal senso C. COMPORTELLI, *Commento all’art. 2447-ter*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, cit., p. 973, testo e nt. 12; M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell’esperienza societaria*, cit., p. 497 s.; ID., *Autonomia negoziale*, cit., p. 525 s.; L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 120 ss.; ID., *Il finanziamento dei patrimoni destinati a «specifici affari» [art. 2447-bis, 1° comma, lett. a), c.c.]*, cit., p. 252 ss., il quale tuttavia precisa che simili azioni non potrebbero essere ordinarie ma dovrebbero necessariamente costituire una speciale categoria; P. MANES, *Commento all’art. 2447-ter*, cit., p. 109 ss. Sembra pronunciarsi in senso favorevole alla raccolta del capitale da destinare al patrimonio destinato mediante emissione di una speciale categoria di azioni anche A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 20 e p. 24.

⁸⁸ M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell’esperienza societaria*, cit., p. 497.

delle azioni di comparto, alla natura azionaria degli strumenti che ne sono rappresentativi dovrebbe seguire l'applicazione della relativa disciplina, con inserimento, nel bilancio del comparto separato, di una voce del patrimonio netto indicata come "capitale sociale"⁸⁹.

Tuttavia, si è specificato, dovendosi rispettare la seconda direttiva in materia societaria, l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione all'affare con natura azionaria sarebbe possibile solo a condizione che nella delibera di emissione si prevedesse che, in caso di perdite estranee al patrimonio destinato che intaccano il capitale della società oltre la quota rappresentata da azioni di altra categoria, anche tali strumenti ne subiscano gli effetti: quindi, il capitale rappresentato dalle azioni riferite a patrimoni separati non sarebbe isolato, ma solo postergato, nella partecipazione alle perdite della società⁹⁰. È infatti stato evidenziato come l'emissione di una speciale categoria di azioni, i cui conferimenti fossero destinati allo specifico affare, lascerebbe comunque impregiudicata l'unitarietà del capitale sociale⁹¹.

Se da un lato merita condivisione la tesi che reputa possibile emettere strumenti finanziari di partecipazione all'affare con natura azionaria, dall'altro parrebbe esservi margine per muovere una critica alla successiva precisazione per cui il capitale sociale, anche in simili fattispecie, resta e deve restare *necessariamente* unico (con tutto quel che ne consegue in termini di trasmissibilità delle perdite da un comparto all'altro). Quanto meno in prospettiva di politica del diritto, può infatti stigmatizzarsi la scelta di precludere alla società di dotare i patrimoni destinati di un capitale sociale proprio e del tutto autonomo, così da offrire agli operatori economici l'espedito tecnico propedeutico all'emissione (tra i vari titoli possibili, *anche*) di azioni con diritti patrimoniali parametrati *esclusivamente* all'andamento del comparto cui si riferiscono⁹².

⁸⁹ M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 498; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 1230.

⁹⁰ M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 497, secondo cui ciò imporrebbe una lettura correttiva dell'art. 2447-*quinquies*, comma 1, dovendosi cioè ritenere che la separatezza del patrimonio destinato rispetto ai debiti della società sia, pur in assenza di una previsione espressa in tal senso nel menzionato comma 1, derogabile in via di autonomia in sede di delibera di costituzione in virtù sia dell'accresciuta autonomia statutaria sia della rispondenza di simile previsione agli interessi dei creditori; ID., *Autonomia negoziale*, cit., p. 526; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 111

⁹¹ L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 121 s.

⁹² Non solo: avere delle azioni riferite in via esclusiva al comparto, significherebbe poi che in caso di sua liquidazione, l'eventuale residuo attivo, anziché confluire nel patrimonio generale della società (come invece, attualmente, deve ritenersi accada: si veda G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 40), dovrebbe essere distribuito tra gli azionisti di comparto.

La ragione della critica risiede nella constatazione che simile limitazione, a ben vedere, frustra la possibilità di creare s.p.a. pienamente multicompartimentali⁹³.

Viene dunque da chiedersi se davvero la normativa europea, in particolare con la tanto invocata seconda direttiva in materia societaria, osteggi recisamente la creazione di società multicompartimentali dotate di plurimi capitali sociali *e per questa via* di plurime classi di azioni partecipanti ad utili e perdite soltanto del comparto su cui sono emesse.

La risposta offerta dalla dottrina è chiaramente in questo senso: la seconda direttiva, secondo l'opinione pacifica, prescrive l'unicità del capitale sociale e così impone che tutte le azioni emesse dalla società, per quanto variamente privilegiate o postergate, alla fine partecipino alle perdite dell'intera società. Non sarebbe quindi possibile la creazione di azioni che siano assolutamente indipendenti dai risultati di un altro settore. Conclusione evidentemente sufficiente ad escludere in radice ogni margine per la creazione di sub-capitali o capitali autonomi.

Astrattamente, a tale ricostruzione si potrebbe però (almeno) tentare di muovere dei rilievi.

La seconda direttiva è stata abrogata nel 2007. La materia oggi è regolata dalla direttiva 1132/2017, la quale così dispone: «[p]er la costituzione della società [per azioni, *n.d.a.*] o per il conseguimento dell'autorizzazione a iniziare la propria attività, le legislazioni degli Stati membri prescrivono la sottoscrizione di un capitale minimo che non può essere fissato a un importo inferiore a 25 000 EUR». Bene: leggendo questa disposizione, potrebbe forse dubitarsi che lo scrupolo del legislatore fosse assicurarsi che ad una società corrisponda uno ed un solo capitale sociale; assicurarsi, cioè, che tutti gli azionisti partecipino alle perdite dell'intera impresa societaria. Ci si può interrogare se piuttosto la riportata disposizione non intenda in realtà assicurarsi che ad un ceto creditorio corrisponda una garanzia patrimoniale eccedente per almeno 25.000 euro le passività della società.

Volendo proseguire su questa strada, potrebbe allora immaginarsi che il motivo per cui la disciplina su richiamata si riferisce ad *un* capitale sociale potrebbe rinvenirsi nella circostanza per cui in Europa non constano altri ordinamenti societari oltre quello italiano in cui sia stata espressamente disciplinata una fattispecie di separazione

⁹³ Se non del tutto multicompartimentali per i creditori (visto che a norma dell'art. 2447-*quinquies*, comma 3, secondo periodo, a quelli extracontrattuali si è visto non poter essere imposta alcuna limitazione di responsabilità), almeno per gli investitori.

patrimoniale. Di qui il pensiero che il legislatore europeo avesse comprensibilmente in mente le società monocompartmentali, alle quali corrisponde *un* ceto creditorio alla cui tutela è perciò necessario, ma sufficiente, *un* capitale sociale.

Coerente con questo ragionamento sembra il richiamo a quanto previsto dalla direttiva 2009/102/CE⁹⁴. Quest'ultima disciplina l'introduzione negli ordinamenti nazionali delle società unipersonali, quali mezzi per la conduzione di un'impresa individuale – sia il socio unico una persona fisica o giuridica – in regime di responsabilità limitata. Ebbene, l'art. 7 della citata direttiva⁹⁵ recita: «[u]no Stato membro può non consentire la società unipersonale quando la sua legislazione preveda, a favore degli imprenditori unici, la possibilità di costituire imprese a responsabilità limitata ad un patrimonio destinato ad una determinata attività, purché per questo tipo di impresa siano previste garanzie equivalenti a quelle imposte dalla presente direttiva, nonché dalle altre disposizioni comunitarie applicabili alle società di cui all'articolo 1». La riportata disposizione parrebbe subordinare l'ammissibilità di forme di limitazione della responsabilità, quale istituto alternativo alla costituzione di una società unipersonale, alla previsione di forme di garanzia del ceto creditorio equivalenti a quelle di cui esso beneficerebbe in quest'ultimo caso. Tanto che, proprio sulla scorta di simili considerazioni, un Autore ha sollevato dubbi di legittimità, per contrarietà al diritto europeo, della disciplina italiana sui patrimoni destinati, la quale difetterebbe appunto di un simile strumento di tutela per creditori del comparto⁹⁶.

⁹⁴ Si tratta della direttiva che ha abrogato e sostituito la direttiva 89/667/CEE, conosciuta come dodicesima direttiva europea in materia societaria.

⁹⁵ Testualmente identico all'art. 7 della precedente direttiva 89/667/CEE.

⁹⁶ F. D'ALESSANDRO, *Patrimoni separati e vincoli comunitari*, cit., p. 1062 s., il quale osserva come la dodicesima direttiva in materia societaria, nel consentire l'introduzione di fattispecie di separazione patrimoniale, abbia prescritto agli Stati Membri che la limitazione della responsabilità ad una parte separata del patrimonio del soggetto dovesse essere attuata in modo da assicurare garanzie equivalenti a quelle offerte dal patrimonio di una società di capitali (art. 7), condizionando così l'equivalenza funzionale della separazione patrimoniale al rispetto del nesso, imposto dalla normativa sovranazionale, tra responsabilità limitata e regole del capitale sociale. Considerato allora che tanto il patrimonio "generale", quanto quello destinato costituiscono invero garanzia autonoma ed esclusiva di una distinta classe di creditori, la logica sottesa alle regole del capitale sociale avrebbe voluto che entrambe queste classi avessero diritto alla tutela apprestata dalle regole del capitale e che perciò tali regole trovassero applicazione «con riferimento autonomo a ciascuna delle masse patrimoniali destinate a garantire le loro rispettive ragioni»; che, dunque, «non solo trovassero applicazione nella nostra materia, ma anzi trovassero qui applicazione duplice, per così dire (o addirittura plurima, se le masse separate fossero più d'una)». L'illustre Autore commenta quindi la prescrizione della necessaria valutazione di congruità tra patrimonio destinato ed affare osservando come una simile regola rappresenti una regola di capitale ulteriore, utile o necessario completamente alle regole del capitale tradizionali e consolidate e che perciò è stata in dottrina auspicata *de iure condendo* o introdotta in via interpretativa *de iure condito* dai critici "per difetto" delle regole del capitale, ossia da coloro che le giudicano non sufficienti e bisognose di rafforzamento. In conclusione – prosegue l'Autore – per essere conforme alla normativa europea e quindi legittimo, l'istituto avrebbe dovuto prevedere che il patrimonio destinato debba avere al momento della

Ora, se non pare questa la sede opportuna per approfondire una così complessa questione come l'illegittimità degli artt. 2447-*bis* ss. c.c., se cioè non è qui possibile pronunciarsi sulla complessa questione dell'*obbligatorietà* dell'introduzione di una disciplina del capitale proprio di ciascun patrimonio destinato, sembra, tuttavia, esservi margine per provare a sostenere che, qualora *facoltativamente* la società costituisse un patrimonio destinato con un capitale suo proprio, così facendo (quanto meno) non violerebbe la disciplina europea. Potrebbe dunque sostenersi che l'emissione di azioni con diritti patrimoniali partecipanti solo all'andamento di un comparto, ed insensibili ai risultati conseguiti dagli altri, non sia in realtà preclusa da alcun espresso divieto in tal senso.

Se l'ipotesi interpretativa appena suggerita fosse condivisibile, venuto meno il vincolo europeo non parrebbero esserci ulteriori motivi ostativi alla costruzione in esame, sovvenendo, anzi, tre argomenti a favore.

In primo luogo, l'istituto dei patrimoni destinati di cui agli artt. 2447-*bis* ss. consente alla società di limitare la propria responsabilità nei confronti di tutti i creditori inerenti ad uno specifico affare (con la sola eccezione dei creditori extracontrattuali, verso i quali, si è visto sopra al par. 4.1, vi è una solidarietà esterna tra tutti i comparti). Tra i creditori nei confronti dei quali la società limita la propria responsabilità figurano perciò non solo i creditori cc.dd. "finanziari" (ad esempio, istituti di credito o i terzi apportatori, su esaminati, che finanziano l'impresa settoriale), ma anche i creditori cc.dd. "commerciali". Ebbene, in ossequio al principio per cui "il più comprende il meno", non si capisce per quale ragione l'ordinamento tolleri che la società limiti la propria responsabilità nei confronti di una categoria "debole" come i creditori "commerciali", tolleri che la società limiti la propria responsabilità nei confronti di creditori "finanziari" di minimo rischio (che cioè, in forza di un contratto di mutuo, vantano una pura posizione creditoria), tolleri infine che la società limiti la propria responsabilità anche nei confronti di creditori "finanziari" di maggior rischio (quali potrebbero per esempio essere terzi sottoscrittori di strumenti finanziari di partecipazione all'affare incorporanti un'associazione in partecipazione o un qualche

costituzione una consistenza netta non inferiore al minimo di capitale prescritto dalla legge (e che parallelamente non inferiore allo stesso minimo debba restare anche il patrimonio generale dopo il distacco di quello speciale), che le due masse debbano essere distintamente e pubblicamente (quindi, anche negli atti e nella corrispondenza) individuate nella loro consistenza e nelle loro variazioni, che infine debba ad esse applicarsi separatamente l'obbligo della riduzione del capitale per perdite nonché l'obbligo della cessazione delle rispettive attività quando quelle perdite ne avessero intaccato l'entità minima voluta dalla legge.

ibrido fortemente aleatorio), ma non possa tollerare che la società limiti la propria responsabilità nei confronti dei finanziatori esposti *per natura* al rischio massimo (e per i quali la limitazione di responsabilità, conseguente all'autonomia del capitale sociale partecipato, non costituirebbe altro che un incremento di quest'ultimo)⁹⁷.

In secondo luogo, affinché le azioni di comparto conferiscano diritti parametrati esclusivamente al singolo comparto (e siano perciò insensibili all'andamento della società negli altri), il mezzo tecnico-contabile a tal fine necessario è appunto la previsione di un capitale sociale precipuo del comparto. Ora, simile costruzione non parrebbe lesiva di alcun interesse. In particolare, non parrebbe lesiva dell'interesse dei creditori sociali: né quelli "generalisti" o degli altri comparti, che per effetto della separazione patrimoniale non maturerebbero mai alcuna aspettativa sui conferimenti con cui vengono liberate le azioni del patrimonio destinato; né quelli del correlativo comparto, posto che, nella prospettiva di questi ultimi, l'istituto del capitale sociale rappresenta pur sempre un mezzo di loro tutela⁹⁸. Non sarebbe quindi comprensibile la ragione per cui dovrebbe ritenersi vietata una (pur sempre facoltativa) forma di garanzia addizionale per un determinato ceto creditorio. Potrebbe allora dirsi che se è vero che nessuna norma espressamente impone o consente di attribuire al patrimonio destinato un

⁹⁷ Si consideri che, da un punto di vista socio-economico, i creditori "commerciali" sono la categoria più "debole" (dopo i creditori extracontrattuali) perché generalmente meno consapevoli dei rischi che vanno ad assumersi concedendo credito alla società: è nei fatti che l'analisi e la valutazione cui procede un investitore prima di determinarsi a finanziare l'impresa sono *generalmente* più approfondite di quelle che un fornitore ha tempo di espletare; tant'è che spesso non vi procede affatto. Accade sovente, nella pratica degli affari, che un fornitore riceva ed esegua un ordine senza nemmeno visionare i bilanci della società. È vero che la società dovrà far menzione, a norma dell'art. 2447-*quinquies*, comma 4, della separazione patrimoniale, ma è anche vero che alla menzione non segue certo necessariamente l'assunzione di una piena consapevolezza delle condizioni economiche della controparte cui si va a concedere credito. Gli azionisti, per converso, rappresentano evidentemente la categoria di aventi causa dalla società che meno giustifica tutela sotto questo punto di vista: non solo, infatti, sono esposti ad un rischio d'impresa che assumono in occasione di un comportamento finanziario (ossia, l'investimento) e non commerciale, il che dovrebbe renderli almeno tendenzialmente più propensi ad informarsi periodicamente della situazione economico, patrimoniale e finanziaria della società su cui insistono le loro aspettative. Oltre a tutto quanto sin qui osservato, si consideri poi che, come evidenziato in dottrina, sono da considerarsi legittime le convenzioni tra creditore e debitore per limitare la responsabilità patrimoniale di quest'ultimo a taluni soltanto dei suoi beni, pur avendo simili convenzioni un'efficacia non reale ma solamente obbligatoria. Cfr. in argomento G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 22 s.: «nel caso di una limitazione convenzionale "preventiva" (ossia, di una pattuizione, contestuale al sorgere di un credito, sulla base della quale il creditore accetti di soddisfarsi unicamente su una determinata parte del patrimonio del debitore) (...) [l]a dottrina dominante ritiene tuttavia (a parere di chi scrive, correttamente) che gli accordi volti a creare una destinazione che non sia espressamente prevista e disciplinata dalla legge siano suscettibili soltanto di efficacia obbligatoria. In pratica, una destinazione patrimoniale meramente convenzionale e non supportata da una espressa norma di legge è ritenuta certamente possibile, ma priva di efficacia reale, in quanto gli accordi in questione: a) sono inopponibili ai creditori estranei ad essi (...); b) sono unicamente fonte di un'obbligazione risarcitoria a carico del creditore che, pur avendo partecipato alla conclusione dell'accordo, non si attenga allo stesso».

⁹⁸ Sottolinea la funzione informativa e di garanzia dei creditori del capitale sociale F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 55 s. e p. 68 s.

capitale sociale, è parimenti vero che nessuna norma espressamente lo vieta; dunque, per principio generale del diritto privato, tutto ciò che non è espressamente vietato è consentito quando non arreca pregiudizio ai diritti o agli interessi dei terzi.

In terzo luogo, potrebbe sostenersi che il legislatore non abbia affatto inteso dettare una disciplina esaustiva dei patrimoni destinati; nel senso che potrebbe essersi limitato ad indicare la possibilità per la società di riprodurre, in riferimento al patrimonio destinato, la stessa struttura finanziaria di una s.p.a. monocompartimentale. Il sistema normativo potrebbe allora essere sinteticamente ricostruito nei seguenti termini. Nella “normale” società monocompartimentale, il principio di autonomia negoziale consente di comporre la sua struttura finanziaria stipulando i più diversi contratti. Il legislatore chiarisce poi che tutta questa varietà di rapporti contrattuali può essere oggi dalla società anche incorporata in strumenti finanziari, essendo stata dal 2003 superata la rigida alternativa, quanto al contenuto dei titoli emettabili da una s.p.a., tra azioni ed obbligazioni ed essendo stata invece ammessa, con i nuovi artt. 2346, comma 6, e 2411, comma 3, l’incorporazione in strumenti finanziari di qualunque contenuto contrattuale attingibile all’*equity-debt continuum*, dove azioni ed obbligazioni rappresentano ora (non più le uniche alternative, ma) semplicemente gli antipodi. Con la disciplina dei patrimoni destinati, il legislatore *si limita* allora a chiarire che detto istituto si presta a due differenti operazioni. Da un lato la società può ricorrervi per procedere ad un’operazione di segregazione di parte di un compendio “già esistente”; nel quale caso, andando a distrarre risorse dalla garanzia di un ceto creditorio, troveranno applicazione la norma che impone alla separazione un limite massimo quantitativo (il dieci per cento) e la norma che conferisce ai creditori del compendio gemmante il diritto di opporsi se si ritenessero pregiudicati. Ma da un altro lato, la società può ricorrervi per costituire una sub-società, ossia un patrimonio alimentato direttamente dalle risorse degli investitori: nel qual caso – ed ecco l’intervento del legislatore – per ogni comparto può riprodursi esattamente la stessa struttura finanziaria, in tutta la sua varietà, di una s.p.a. monocomparto; quindi, l’autonomia privata, che può esprimersi lungo tutta la linea ideale di misurazione del rischio raffigurata come *equity-debt continuum*, può alternativamente essere esercitata in una dimensione strettamente individuale (questa l’ipotesi menzionata dall’art. 2447-ter, lett. d) o nella dimensione collettiva propria degli strumenti finanziari (questa invece l’ipotesi menzionata dall’art. 2447-ter, lett. e), i quali non identificherebbero affatto un tipo di contratto, ma solo la

possibilità di ricorrere alla tecnica dell'incorporazione *anche* per contratti non rappresentativi di un investimento pansocietario bensì di un investimento settoriale⁹⁹. Se un tanto è vero, tra gli strumenti finanziari che possono essere emessi sul singolo comparto (perché emettibili su un comune patrimonio monocompartimentale) dovrebbero ricomprendersi anche le azioni, senz'altro incluse nella nozione di "strumento finanziario" sia nel c.c. (si veda, in particolare, la rubrica della Sezione VI del Titolo V¹⁰⁰) sia nel T.u.f.

Un'ultima obiezione potrebbe però essere la seguente: il capitale sociale, come noto, oltre ad una funzione di tutela dei creditori svolge anche una funzione organizzativa, giacché è in proporzione alla partecipazione di ciascun socio ad esso che vengono misurati molti dei suoi diritti sociali.

A ben vedere, nemmeno questa obiezione sembra decisiva.

Infatti, per quanto riguarda il calcolo dei diritti patrimoniali, semplicemente si dovrà – come più volte prospettato – tener conto esclusivamente dei risultati del comparto su cui una certa classe di azioni è emessa. Fenomeno, questo, del tutto identico a quanto già l'ordinamento prevede per Sicav e Sicaf multicomparto¹⁰¹.

Per quanto riguarda invece i diritti amministrativi, sicuramente l'eventualità che la società sfrutti la facoltà di costituire più capitali sociali complica le dinamiche del governo societario. Ma – si badi – le complica, non le rende irrimediabilmente

⁹⁹ La terminologia è mutuata da A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria*, cit., p. 20 ss., il quale tuttavia ritiene (p. 220) – contrariamente a quanto qui sostenuto – che gli strumenti di cui all'art. 2447-ter, comma 1, lett. e), costituiscano una fattispecie distinta sia da quelli di cui all'art. 2346, comma 6, sia da quelli di cui all'art. 2411, comma 3.

¹⁰⁰ M. NOTARI (– A. GIANNELLI), *Commento all'art. 2346, comma 6, in Azioni*, cit., p. 117.

¹⁰¹ Nell'ambito dell'Unione Europea, simile struttura si rinviene anche nelle *protected cell companies* di diritto maltese, disciplinate dal *Companies Act (cell companies carrying on business of insurance) regulations - Subsidiary Legislation 386.10*, del 30 aprile 2010. Si tratta di un tipo di società cui possono ricorrere le compagnie assicurative, caratterizzato dalla scomposizione del patrimonio sociale in più comparti (*cells*) tra loro perfettamente separati; per questa ragione, le *protected cell companies* rappresentano una fattispecie paradigmatica di società multicompartimentali. Ciascuna *cell* deve obbligatoriamente essere dotata di un proprio nome spendibile nel traffico giuridico e di una contabilità separata; inoltre, può essere provvista di un capitale proprio ed autonomo: ai sensi dell'art. 10 del citato provvedimento normativo, «[a] cell company may, in respect of any of its cells, create and issue shares ("cell shares") the proceeds of the issue of which ("cell share capital") shall be comprised in the cellular assets attributable to the cell in respect of which the cell shares were issued». I diritti patrimoniali veicolati dalle *cell shares* sono correlati esclusivamente alla consistenza del comparto di riferimento ed ai suoi risultati economici: «[c]ellular dividends may be paid in respect of cell shares by reference only to the cellular assets and liabilities, or the profits attributable to the cell in respect of which the cell shares were issued; and accordingly, in determining whether or not profits are available for the purposes of paying a cellular dividend, no account shall be taken of: (a) the profits and losses, or the assets and liabilities, attributable to any other cell of the company; or (b) non-cellular profits and losses, or non-cellular assets and liabilities» (art. 10, comma 4).

contraddittorie. E, in effetti, la composizione e il funzionamento del governo di una società con più capitali è un tema che verrà approfondito nel corso del secondo capitolo.

Occorre allora concludere sul punto.

Nel presente lavoro non può trascurarsi come l'attuale sensibilità giuridica rifiuti l'idea di una società con più capitali ed azioni tra loro patrimonialmente indipendenti. Per tale ragione, le "audaci" suggestioni ed ipotesi formulate nel corso di questo paragrafo – e sulla scorta delle quali si svilupperanno altre considerazioni nei successivi due capitoli – vogliono piuttosto porsi come spunto per l'avvio di un momento di riflessione, tra l'altro, anche su concetti fondamentali del diritto societario; concetti che forse, per i motivi che si è provato ad illustrare, potrebbero essere messi in discussione, in futuro, dallo stesso legislatore (anche europeo).

7. Conclusioni sulla struttura patrimoniale delle società multicomparto.

Se fosse possibile emettere su ogni patrimonio separato azioni rappresentative di un capitale indipendente, si potrebbe ricreare nelle s.p.a. di diritto comune la stessa struttura presente nelle Sicav e (soprattutto) nelle Sicaf multicomparto, dove ciascun comparto è partecipato da azioni e strumenti finanziari che non risentono affatto dei risultati degli altri comparti.

Volendo trarre le fila delle riflessioni sin qui condotte, deve notarsi come attraverso mirate modifiche del dettato normativo potrebbero forse ricavarsi dall'istituto dei patrimoni destinati delle potenzialità applicative rimaste sinora per lo più inesprese.

Già oggi l'istituto consente la costituzione di più comparti patrimoniali in rapporto di separazione bilaterale e quasi perfetta¹⁰², ciascuno destinato ad una singola operazione economica come ad un complesso settore di attività (rendendo così il patrimonio destinato un ramo d'azienda), suscettibili di assumere *già al momento della costituzione* qualsiasi dimensione (vigendo un limite diretto non già alle dimensioni del comparto, quanto al distacco di risorse cui la società intenda in tale occasione procedere) e suscettibile di vantare una struttura finanziaria quasi del tutto analoga a quella di una società autonoma. Già oggi ciascun comparto può poi operare nel traffico

¹⁰² M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 495 s.; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 90.

giuridico spendendo un proprio “nome”¹⁰³, di cui anzi l’art. 2447-*quinquies*, comma 4, rende obbligatoria la menzione¹⁰⁴, ed avrà, oltre a scritture contabili separate¹⁰⁵, un vero e proprio bilancio di esercizio¹⁰⁶, conferendo a quello della società in generale la dimensione di una sorta di consolidato¹⁰⁷.

¹⁰³ Sulla possibilità di attribuire segni distintivi propri del singolo comparto separato, si vedano: M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 827 nt. 15 e p. 835, secondo il quale «l’utilizzo di un separato segno distintivo è perfettamente compatibile con la separazione patrimoniale, dato che la stessa società può essere titolare di più ditte (...), soprattutto quando sono esercitate più attività, e di più marchi, avendo interesse a tenere distinti le categorie di beni o servizi prodotti. (...) Tuttavia, poiché non vi è alcuna vicenda circolatoria, può ritenersi segregabile la ditta indipendentemente dall’azienda e per il marchio non troverà applicazione la disciplina del suo trasferimento»; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 107; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 229 s., secondo cui ai fini dell’identificabilità dei patrimoni destinati, malgrado si debba constatare l’assenza di una qualsiasi disciplina dei segni distintivi ad esso relativa, sarebbe almeno opportuno, all’atto della costituzione, attribuire ad un patrimonio destinato un nome da poter utilizzare nei confronti dei terzi al fine di preservare in capo alla società la separazione patrimoniale che è propria del medesimo patrimonio destinato; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 223 s., secondo il quale non esistono preclusioni all’identificazione del patrimonio destinato con un nome commerciale o, al limite, con un segno distintivo atipico, salvo il vincolo ad utilizzarlo nei traffici congiuntamente a quello della società stante la permanenza della responsabilità del patrimonio sociale nei confronti dei creditori da fatto illecito dello specifico affare; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 132; C. COMPORZI, *Commento all’art. 2447-quinquies*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, cit., p. 988. Pare orientata in questo senso anche P. MANES, *Commento all’art. 2447-ter*, cit., p. 79; ID., *Commento all’art. 2447-quinquies*, cit., p. 159. Pone il problema del «nome» del patrimonio destinato anche G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1629. In senso contrario, reputando non possibile che un patrimonio destinato possa avere segni distintivi in senso proprio (pur ammettendo che occorra un’identificazione nominale), G. LAURINI, *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, cit., p. 124, e F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 49 e p. 137. Cfr. F. DI SABATO, *Sui patrimoni “destinati”*, cit., p. 61, il quale, a proposito del sistema della “menzione”, commenta che «si tratta di una versione minimalista ed errata della previsione che il patrimonio destinato avesse un nome di riferimento, ovviamente anche da spendere». Lo stesso Autore, nel progetto di riforma del diritto societario all’epoca presentato, aveva infatti suggerito di attribuire a ciascun patrimonio dedicato un vero e proprio nome da aggiungere alla denominazione della società (si veda la formulazione dell’art. 2447-bis secondo il Progetto Di Sabato, in *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori Testi e materiali*, a cura di M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari, A. Zoppini, Milano, 2006, p. 2893).

¹⁰⁴ Sulla menzione, v., tra i molti, G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1655; R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 567 s.; R. ARLT, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 333 s.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 143; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 224 ss.

¹⁰⁵ Secondo F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 93, benché il legislatore non lo prescriva esplicitamente, le regole e i principi di un’ordinata contabilità richiederebbero l’istituzione di conti correnti bancari e/o postali differenti per ciascun affare, in modo da tenere distinte le disponibilità liquide, originarie e successive, pertinenti ad ognuno di essi.

¹⁰⁶ G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 49; M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 821 nt. 4; F. DI SABATO, *Strumenti finanziari di partecipazione a specifici affari*, cit., p. 21; G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 168; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1691; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1658; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 121; L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 114; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 135; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 56; ID., *Commento agli artt. 2447-sexies – 2447-septies*, cit., p. 183; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 226 ss. e p. 269 ss. (in part. p. 273), secondo cui il rendiconto dello specifico affare cui è dedicato un patrimonio destinato deve costituire anche oggetto di deposito presso l’ufficio del Registro delle Imprese; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno*

Per completare la costruzione di un vero e proprio gruppo endosocietario (sotto il profilo della struttura patrimoniale¹⁰⁸), sarebbe allora sufficiente aggiungere a quanto attualmente consente il diritto vivente, per prima cosa, la specificazione che il limite del dieci per cento (se non lo si preferisce proprio abrogare) vada calcolato in modo da consentire il distacco ad ogni iniziativa financo del decimo del complessivo patrimonio sociale; in secondo luogo, la facoltà di dotare il comparto di un capitale autonomo così da permettere alla società di emettere azioni con diritti patrimoniali correlati esclusivamente ai risultati economici di un determinato ramo di attività e perciò del tutto insensibili all'andamento (e soprattutto alle perdite) degli altri settori¹⁰⁹.

Le modifiche normative sopra proposte sono del resto auspicabili in quanto la fattispecie "gruppo endosocietario", con le caratteristiche che la connotano, dovrebbe considerarsi il vero scopo dell'intera disciplina dei patrimoni destinati. Difatti, una s.p.a. ben potrebbe procedere ad una separazione patrimoniale ricorrendo ad un *trust* interno ovvero ad un atto di destinazione di cui all'art. 2645-ter¹¹⁰; ma simili istituti consentirebbero, appunto, solo una mera separazione patrimoniale, cioè una

specifico affare, cit., p. 290. In senso difforme, evidenziando la differenza tra bilancio e rendiconto, G. BOZZA, *Commento all'art. 2447-septies*, in Bertuzzi, Bozza, Sciumbata (a cura di), *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, s.a.a.*, cit., p. 124 s.

¹⁰⁷ G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 168; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 136, testo e nt. 326, secondo il quale nello stato patrimoniale della cellula devono risultare gli effetti delle operazioni intergestorie che devono, invece, essere eliminati nel bilancio generale attraverso l'elisione dei crediti e debiti reciproci, dei proventi e degli oneri relativi ad operazioni interne e degli utili e delle perdite conseguenti ad operazioni interne effettuate con la cellula e relative a valori compresi nel patrimonio generale. Si veda anche P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 273, il quale, trattando delle società emittenti azioni correlate, pur ritenendo che il rendiconto non debba necessariamente essere redatto secondo le norme proprie sulla redazione del bilancio, precisa a proposito del rendiconto di settore: «sarà necessario, al fine di rendere comparabili il risultato di settore e quello dell'attività complessiva, depurare il risultato stesso degli effetti relativi ai rapporti intersettoriali, alla stregua di un vero e proprio consolidamento» (corsivo originale); G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 47 e p. 49; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 57; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 158 s.; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 316 s. In senso conforme pare anche M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 821 nt. 4. Non sembra concordare con questa ricostruzione invece G. GIANNELLI, *Commento agli artt. 2447-sexies/2447-septies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, cit., p. 1253, secondo il quale «una corretta rappresentazione contabile non può portare alla compensazione tra partite reciproche ed all'elisione delle corrispondenti poste di bilancio, come, invece, avviene per il bilancio consolidato essendone diversa la logica: in un caso, trattandosi di illustrare un risultato unitario di gruppo che per lo più si ritiene privo di effetti quanto alla distribuzione dell'utile accertato; nel secondo caso, dovendosi illustrare i risultati settoriali relativi agli specifici affari».

¹⁰⁸ Della struttura amministrativa delle società multicomparto e del gruppo endosocietario in particolare si tratterà nel prossimo capitolo.

¹⁰⁹ In questo caso, il legislatore dovrebbe peraltro stabilire se vi debba essere o meno un capitale sociale minimo ed il suo eventuale ammontare.

¹¹⁰ In proposito, si veda più diffusamente L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori*, cit., p. 26 ss.

segregazione di parte del proprio patrimonio. Non consentirebbero affatto – e questo è il punto – di accedere alle precipue possibilità invece offerte dall’istituto dei patrimoni destinati: ossia, la creazione di una struttura sub-societaria *quasi-societaria* perché finanziariamente complessa.

Per questa ragione, come più volte osservato sopra, si deve promuovere un maggior avvicinamento del diritto societario comune a quello speciale degli Oicr, trasponendo nel primo strutture e schemi già noti al secondo; come del resto è già accaduto diverse volte¹¹¹.

Se ciò accadesse, le società Alfa s.p.a., con i suoi comparti x, y e z, e la società Alfa Sgr, con i fondi d’investimento x, y e z, si distinguerebbero *solo* in ragione della particolare attività della Sgr, presentando per il resto margini di strutturazione del proprio patrimonio del tutto analoghi¹¹².

Sviluppi ulteriori dovrebbero poi consistere nel lasciare accedere anche le s.r.l. all’istituto dei patrimoni destinati¹¹³ e nell’introdurre l’assoggettabilità a procedura concorsuale di ciascun comparto isolatamente considerato¹¹⁴.

¹¹¹ Come già segnalato sopra, così G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi*, cit., p. 144, la quale ricorda come non sia affatto infrequente che istituti e principi vengano elaborati e sperimentati «in quel fecondo laboratorio che è il diritto bancario e dell’intermediazione finanziaria» per assurgere poi al ruolo di principi e istituti del diritto societario comune o, addirittura, in termini ancora più ampi, del diritto dell’impresa.

¹¹² Quindi, nel traffico giuridico la società multicompartimentale dovrebbe muoversi spendendo il proprio nome ma *in più* specificando il “nome” del comparto cui va imputato un certo rapporto. Cfr., a proposito dei patrimoni destinati, G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1629, il quale osserva che la società è tenuta a spendere «il suo nome *in quanto titolare di questo o quel patrimonio destinato*» (corsivi originali). Una suggestione in tal senso può leggersi anche in A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 28 nt. 74, il quale così argomenta: «si potrebbe anche ipotizzare che la società possa addirittura non comparire all’interno del patrimonio separato, lasciandolo *completamente* in mano ai terzi investitori. Ciò, tuttavia, contrasterebbe con il fatto che il legislatore ha inteso attribuire a questi ultimi un semplice potere di controllo, e non di gestione o cogestione. A ciò si potrebbe tuttavia rispondere che il patrimonio potrebbe essere costituito interamente da terzi, ma da questi lasciato gestire alla società, riservandosi essi solamente un diritto di controllo sull’andamento dell’affare, oltre che, naturalmente, di partecipazione economica agli utili» (corsivo originale); ebbene, nel momento in cui si pensa ad un patrimonio costituito integralmente con apporti di terzi e da questi lasciato gestire alla società, ciò parrebbe evocare la stessa descrizione della struttura patrimoniale dei fondi di investimento, i quali sono composti integralmente da apporti di terzi ma lasciati gestire appunto dalla Sgr. Si pronunciano, tuttavia, in senso contrario al proposto accostamento R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 409, secondo cui l’istituto dei patrimoni destinati di cui all’art. 2447-bis c.c. avrebbe natura e funzione affatto particolari (e diversi) rispetto a quello dei fondi d’investimento.

¹¹³ Possibilità al momento esclusa da praticamente tutta la dottrina: G. GIANNELLI, *Commento all’art. 2447-bis*, cit., p. 1222 s.; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 159 s.; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 56; F. LA ROSA, *Patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 51 s. Si veda però F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 2, secondo cui la scelta del legislatore di precludere alle s.r.l. il ricorso a tale istituto deve reputarsi opinabile.

¹¹⁴ Cfr. sul punto L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 112 s.

Insomma, l'obiettivo cui dovrebbe auspicabilmente mirarsi è riconoscere alla società la massima libertà di "frazionare" o "parcellizzare" il rischio d'impresa per specifici affari in modo che l'andamento negativo di un singolo affare o ramo d'attività non si comunichi al resto della società¹¹⁵. D'altronde, i tempi sembrano ormai maturi per pervenire definitivamente alla rottura del concetto di unitarietà del patrimonio e del collegamento con un unico soggetto¹¹⁶ ed ammettere che, se la società potesse procedere alla costituzione di una serie di patrimoni destinati e all'emissione per ciascuno di essi di una varietà di strumenti finanziari di partecipazione, allora l'attitudine della stessa impresa sociale a reperire risorse finanziarie (o comunque produttive) potrebbe crescere in modo notevole¹¹⁷.

La tendenza verso la creazione di un gruppo endosocietario è stata evidenziata in dottrina, dove si è ammesso che «[n]el nuovo statuto legale della società per azioni va infatti evidenziandosi una progressiva *perdita di unitarietà concettuale* sia dell'attività sociale, sia delle modalità del finanziamento dell'impresa sociale, sia delle tecniche di remunerazione dell'investimento nella impresa sociale. La compartimentazione dei patrimoni, da un lato, la moltiplicazione dei canali di finanziamento, dall'altro, nell'esaltare la modularità e la modulabilità dello statuto della società per azioni, lo avvicinano alle esigenze, quanto non addirittura alle strutture, del gruppo di società»¹¹⁸.

È infine opportuno introdurre una distinzione utile al prosieguo dell'analisi nei capitoli successivi.

Teoricamente, un gruppo endosocietario potrebbe comporre la propria struttura patrimoniale, alternativamente, come un gruppo *orizzontale* ovvero come un gruppo *piramidale*. Nel primo caso, non vi è una *strutturale* comunicazione tra comparti, sicché – al netto di operazioni infragruppo – l'eventuale residuo attivo di ciascun comparto viene destinato ai suoi *residual claimants*. Nel secondo caso, invece, il rapporto tra

¹¹⁵ Parla di frazionamento del rischio d'impresa G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1632. Si veda da ultimo anche C. GIUSTI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare: problemi applicativi e reale agibilità dell'istituto*, cit., p. 537, ad opinione del quale «il vero "affare" al quale la società potrebbe accedere attraverso la costituzione di uno o più patrimoni separati [sarebbe] la frammentazione del rischio d'impresa, consentendo all'imprenditore di beneficiare della responsabilità limitata senza soggiacere alle regole del capitale sociale o ad altre cautele poste a tutela dei creditori, ed evitando al contempo di ricorrere alla costituzione di una compagine sociale *ad hoc* per specifici affari, con pesi ed oneri economici non indifferenti, risparmiati per l'appunto attraverso la costituzione di patrimoni destinati».

¹¹⁶ F. DI SABATO, *Sui patrimoni "destinati"*, cit., p. 56.

¹¹⁷ Così A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 169.

¹¹⁸ Queste le parole di L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 124 (corsivo originale).

comparti viene costruito su un duplice livello, in modo che vi sia un comparto “base” (che potrà perciò svolgere la funzione di “cassa” centralizzata) sul quale confluisce l’eventuale residuo di ciascuno degli altri comparti.

Quest’ultima fattispecie (corrispondente a quella che si verifica con l’istituto di cui ai vigenti artt. 2447-*bis* ss.¹¹⁹) non si crea necessariamente perché la società conferisce al comparto separato beni propri: ben potrebbe accadere, infatti, che il patrimonio autonomo sia stato costituito esclusivamente con apporti di terzi, a nessuno dei quali sia però stato attribuito il diritto di ricevere il residuo attivo di liquidazione; il quale perciò inevitabilmente confluirà nel compendio originario. Ma potrebbe anche accadere che la società emetta sul compendio separato strumenti finanziari attribuenti il diritto di ricevere il residuo attivo e che tali strumenti finanziari, circolando, pervengano al compendio originario della medesima società. Si ipotizzi ancora il caso in cui la società dia al gruppo endosocietario una struttura patrimoniale piramidale costituendo un compendio al quale apporta sì risorse tratte dal suo patrimonio originario, ma sottoscrivendo degli strumenti finanziari che il compendio separato emette in sede di costituzione¹²⁰: simile operazione, per il bilancio del patrimonio gemmante, appare del tutto equivalente alla costituzione di una nuova società, dal momento che, rispetto ad una pura e semplice distrazione di risorse, si realizza in questo caso solo un mutamento qualitativo di parte dell’attivo riferibile al compendio originario; mutamento, che consiste nel sostituire partecipazioni alla liquidità che ivi è stata apportata¹²¹.

È bene tenere a mente la differenza tra gruppo endosocietario a struttura patrimoniale orizzontale e gruppo a struttura patrimoniale, invece, piramidale in quanto costituirà un punto di partenza nell’analisi dei problemi di governo societario che si affronteranno nel quarto capitolo del presente lavoro. In un gruppo a struttura orizzontale i movimenti di risorse infragruppo possono avvenire solamente travasando

¹¹⁹ V. G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 40 ss.

¹²⁰ Sulle criticità di una simile costruzione, v. però A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 30 s. Laddove gli strumenti finanziari emessi sul patrimonio destinato e sottoscritti dalla società avessero natura azionaria, si porrebbe oltretutto un problema di applicazione dell’art. 2359-*quater* c.c., statuente il divieto di sottoscrizione di azioni proprie: occorrerebbe probabilmente tentare un’interpretazione adeguatrice della norma che ne consenta la disapplicazione nel caso in esame. Esito interpretativo, tuttavia, estremamente discutibile e che evidenzia, ancora una volta, come serva un completo intervento del legislatore per rendere realtà normativa la fattispecie del c.d. gruppo endosocietario.

¹²¹ Ipotizziamo che il compendio originario abbia attivo per 100, tutto in liquidità, e che destini a patrimonio separato 10. Se anziché semplicemente distrarre 10 a favore del compendio separato, quei 10 vengono impiegati per sottoscrivere strumenti finanziari da tale compendio emessi, l’attivo del compendio originario non subisce alcuna diminuzione: il bilancio del compendio originario continuerà a contare 100 all’attivo, di cui 90 in liquidità e 10 in partecipazioni finanziarie.

risorse da un comparto ad un altro; in un gruppo a struttura piramidale invece, oltre a travasi trasversali, possono anche essere assegnate risorse dal comparto centrale ai comparti periferici; di qui il problema – che si affronterà – di quali criteri la società debba seguire nella distribuzione delle risorse finanziarie presenti nella “cassa centrale”.

CAPITOLO III

IL GOVERNO SOCIETARIO DI UNA SOCIETÀ MULTICOMPARTO

SOMMARIO: PREMESSA. – SEZIONE 1 – IL GOVERNO SOCIETARIO DELLE SICAV E SICAF MULTICOMPARTO. – 1.1. L’organo amministrativo di una Sicav e Sicaf multicomparto. – 1.2. Il ruolo degli azionisti nel governo societario di una Sicav e Sicaf multicomparto. – 1.3. Il ruolo degli strumentisti nel governo societario di una Sicav e Sicaf multicomparto. – SEZIONE 2 – IL GOVERNO SOCIETARIO DELLE SGR E DEI LORO FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO. – 2.1. L’organo amministrativo di una Sgr. – 2.2. Le assemblee dei titolari delle quote di ciascun fondo comune di investimento. – SEZIONE 3 – IL GOVERNO SOCIETARIO DELLE SOCIETÀ MULTICOMPARTO DI DIRITTO SOCIETARIO COMUNE. – 3.1. L’organo amministrativo. – 3.2. La base: gli azionisti. – 3.3. (segue) La base: i portatori di strumenti finanziari. – 3.4. L’organo di controllo. – SEZIONE 4 – CONCLUSIONI IN ORDINE ALLA STRUTTURA AMMINISTRATIVA DELLA SOCIETÀ MULTICOMPARTO.

PREMESSA

In una società multicomparto, il tema del governo societario è attraversato da due tensioni tra loro contrapposte.

Da una parte, vi è una tensione a procurarsi il vantaggio dato dal mantenere sui diversi comparti una gestione unitaria che assicuri sia maggiori celerità e agilità nella loro gestione, sia quella visione d’insieme grazie alla quale è possibile ideare e perseguire strategie e sinergie complesse. Tale tensione viene soddisfatta attraverso una struttura di governo rispondente ad un modello che si chiamerà “centralizzato”: in questo modello, gli stessi organi (e, dunque, le medesime persone fisiche che li compongono) vantano poteri gestori su tutti i vari comparti separati.

Dall’altra parte, vi è però anche una tensione a prevenire ed evitare i problemi di conflitto d’interessi che una struttura di governo centralizzata tende a creare. Conflitti, che possono trarre origine tanto da interessi personali dei gestori (si pensi al caso in cui nell’organo deliberante, sia esso quello amministrativo o quello assembleare, vi siano

soggetti con interessi economici su un solo comparto), quanto da quella stessa prospettiva d'insieme sopra accennata, che può portare ad amministrare con maggior disinvoltura i vari patrimoni (il che significa rischi di confusione, di drenaggi di risorse o di impiego di denaro per finalità diverse dall'affare di destinazione di ciascuno)¹. Tale tensione viene allora soddisfatta attraverso una struttura di governo rispondente ad un modello che si chiamerà invece "federale": in tale modello, a ciascun comparto vengono preposti organi di governo con competenze circoscritte alla gestione di esso solo, non anche di altri comparti, così da indirizzarne la funzione alla tutela degli interessi del ceto di creditori e di investitori che fa riferimento al relativo comparto².

Struttura di governo "centralizzata" e struttura di governo "federale" costituiscono, è evidente, due modelli teorici. Ad essi si aggiungono, come altrettanti modelli teorici, strutture di governo "ibride", dove viene variamente tentata una composizione delle contrapposte tensioni sopra menzionate.

L'indagine sull'organizzazione del governo di società multicomparto dovrà essere di seguito condotta verificando se e come i suddetti modelli teorici possano declinarsi e trovare attuazione secondo il diritto societario positivo. Occorrerà infatti contemperare la rigidità delle (numerose) norme imperative in materia di organizzazione societaria con i margini di autonomia comunque lasciati in argomento dal legislatore e che potrebbero qui essere impiegati per conferire una connotazione maggiormente

¹ Ritiene non corretto esprimersi in termini di "conflitti d'interessi" F. PASQUARELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 85 ss. e p. 95, preferendo inquadrare le condotte opportunistiche in discorso come «forme di abuso della responsabilità limitata»: in una società multicompartimentale, dice l'Autrice, l'amministratore sarebbe «chiamato a realizzare l'obiettivo economico della società ed il suo medesimo oggetto sociale, comprensivo altresì della massimizzazione del patrimonio separato (...). [S]arà censurabile, con tutte le conseguenze di cui agli artt. 2392 ss., c.c. l'amministratore che, anche operando spostamenti asimmetrici di risorse tra comparti patrimoniali distinti, non tanto abbia avvantaggiato una cellula piuttosto che un'altra, ma, piuttosto, complessivamente abbia recato nocimento all'impresa, l'unica ravvisabile nella fattispecie, vale a dire, quella sociale, che è deputato a gestire. L'esistenza di patrimoni destinati della cui gestione gli amministratori sono investiti tutt'al più potrà (o, forse, dovrà) interferire con la verifica del diligente operato degli amministratori della società gemmante, se è vero che tale diligenza professionale va parametrata alla "natura dell'incarico", secondo l'art. 2392 c.c.».

² Cfr. P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 83 s., il quale evidenzia come le società multidivisionali siano organizzate in unità di *business* indipendenti, nel senso che la struttura imprenditoriale di tali società è caratterizzata dalla presenza di divisioni dotate di autonomia sul piano gestionale e decisionale e affidate alla gestione di *manager*; ciascuna divisione opera in piena indipendenza e responsabilità di risultati, predisponendo un proprio piano industriale e un *budget*. In simile contesto, l'organo amministrativo svolge esclusivamente la funzione di formulare le strategie, di allocare le risorse e di garantire l'unitarietà della gestione. L'Autore sottolinea dunque come il vantaggio di una struttura divisionale consista proprio nella decentralizzazione a livello di *business unit* dei processi decisionali afferenti alla gestione operativa (essendo riservate all'alta direzione le sole decisioni strategiche); costruzione, di cui, come l'Autore ricorda, non si dubita della legittimità dal punto di vista societario (p. 84 nt. 71).

“federale” al governo societario. D'altronde, come ha osservato attenta dottrina, se è vero che l'istituzione di un vincolo di destinazione non comporta, di regola, il sorgere di un'organizzazione autonoma rispetto a quella della società, dall'altro è pur vero che sia un nome (come visto sopra, in chiusura del secondo capitolo), sia un sostrato organizzativo autonomo ben potrebbero essere previsti nella delibera costitutiva di un patrimonio destinato³.

Di seguito si passeranno in rassegna innanzitutto le regole di comportamento degli organismi di investimento collettivo del risparmio, le quali, si è visto, ben conoscono la struttura multicompartimentale. Quindi si verificherà se ed eventualmente come possa essere organizzato il governo di società multicompartimentali di diritto comune, valutando se possano a tal fine trarsi utili indicazioni dalla disciplina del settore finanziario⁴.

SEZIONE 1 – IL GOVERNO SOCIETARIO DELLE SICAV E SICAF MULTICOMPARTO.

1.1. L'organo amministrativo di una Sicav e Sicaf multicomparto.

L'organo amministrativo di una Sicav o di una Sicaf multicomparto deve gestire i possibili conflitti di interessi al suo interno ed assicurare la tutela degli interessi degli investitori di ciascun singolo comparto. Anche in ragione della struttura multicompartimentale, si pone un problema di adeguatezza del loro assetto organizzativo ed amministrativo⁵.

Nella terza sezione di questo capitolo si analizzeranno le possibilità che il diritto societario comune offre (o, in prospettiva *de iure condendo*, dovrebbe poter offrire) in tema di articolazione e strutturazione dell'organo amministrativo di una società multicomparto. Nella presente e in quella successiva si esamineranno, invece, gli istituti e le tecniche specificamente previsti al riguardo per gli Oicr.

A proposito delle Sicav e delle Sicaf multicomparto, un primo strumento che occorre prendere in considerazione è quello della esternalizzazione della gestione.

³ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 223 nt. 30.

⁴ Seguendo lo spunto offerto da R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 39.

⁵ Sugli assetti organizzativi delle società operanti nel settore finanziario, si veda G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi*, cit., p. 137 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 196 ss.

Esattamente, l'art. 38 T.u.f. consente a Sicav e Sicaf di affidare ad un soggetto esterno la gestione del proprio patrimonio⁶.

Diversamente da un semplice coinvolgimento di altri operatori qualificati nella gestione, quale si verifica nel caso di delega di funzioni (su cui si veda oltre), attraverso questo istituto la società d'investimento si spoglia completamente e stabilmente del potere di gestire il proprio patrimonio, «in una prospettiva più ampia di valorizzazione e razionalizzazione dei modelli organizzativi»⁷.

Un problema che può porsi è quindi se, per favorire una maggior tutela del singolo comparto ed evitare conflitti di interessi tra i vari patrimoni autonomi, sia possibile per una Sicav od una Sicaf affidare la gestione dei differenti comparti a gestori esterni diversi. Simile costruzione potrebbe rappresentare un'efficace soluzione a tutela degli investitori dei singoli comparti, dal momento che, come è stato sottolineato⁸, l'affidamento ad un gestore esterno attribuisce in via esclusiva a quest'ultimo la competenza sulle scelte gestorie, in ordine alle quali esso vanta una sfera di autonomia intangibile (in quanto attribuitagli a titolo originario direttamente dalle previsioni statutarie della società d'investimento), rendendo la Sicav o Sicaf mera destinataria degli effetti delle operazioni compiute.

⁶ L'art. 38 T.u.f. così recita: «1. La Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza la costituzione di Sicav e di Sicaf che designano per la gestione del proprio patrimonio un gestore esterno quando ricorrono le seguenti condizioni: a) è adottata la forma di società per azioni nel rispetto delle disposizioni del presente capo; b) la sede legale e la direzione generale della società sono situate nel territorio della Repubblica; c) il capitale sociale è di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia; d) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei secondo quanto previsto dall'articolo 13; e) i titolari delle partecipazioni indicate all'articolo 15, comma 1, posseggono e soddisfano i criteri di onorabilità stabiliti ai sensi dell'articolo 14 e non ricorrono le condizioni per l'adozione del divieto previsto dall'articolo 15, comma 2; f) nello statuto è previsto: 1) per le Sicav, come oggetto sociale esclusivo, l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni; per le Sicaf, come oggetto sociale esclusivo, l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi previsti dallo statuto stesso; 2) l'affidamento della gestione dell'intero patrimonio a un gestore esterno e l'indicazione della società designata; g) la stipula di un accordo tra il gestore, se diverso da una Sgr, e il depositario che assicura a quest'ultimo la disponibilità delle informazioni necessarie per lo svolgimento delle proprie funzioni, secondo quanto previsto nell'articolo 41-bis, comma 2-bis. 2. Si applica l'articolo 35-bis, commi 3, 4, 5 e 6».

⁷ M. G. IOCCA, voce *Sicav*, cit., p. 762, la quale osserva come la separazione gestoria debba essere necessariamente anteriore rispetto all'autorizzazione ad esternalizzare e rappresenti perciò una condizione fondamentale per il rilascio della stessa, successivamente revocabile solo attraverso una delibera di assemblea straordinaria modificativa dello statuto. La soluzione rappresenta dunque un vantaggio per quei soggetti che si vogliono limitare ad assumere il ruolo di promotori dell'attività di gestione in monte dell'investimento, dal momento che il Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio prevede che, in questo caso, la Sicav o la Sicaf debbano avere quale capitale minimo quello richiesto dal codice civile per la costituzione di una s.p.a. di diritto comune e non la maggior somma richiesta per Sicav e Sicaf autogestite: così il Regolamento Banca d'Italia del 19.1.15 sulla gestione collettiva del risparmio, Titolo III, Cap. 1, Sez. IV

⁸ Così F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 180 s.

Se simile frammentazione fosse possibile, il potere gestorio verrebbe distribuito tra più organi amministrativi: quelli, cioè, corrispondenti ai plurimi gestori esterni. Ad ogni comparto sarebbe preposto un organo amministrativo distinto ed autonomo, la cui attività dovrebbe rispondere esclusivamente all'interesse degli investitori partecipanti al comparto di propria competenza, non anche all'interesse dei partecipanti agli altri comparti della stessa società.

Potrebbe però ostare alla realizzazione della soluzione prospettata il tenore testuale dell'art. 38, comma 1, lett. f), n. 2, T.u.f. Ai sensi della citata disposizione, infatti una Sicav o una Sicaf possono essere autorizzate a nominare un gestore esterno se nel loro statuto è previsto «l'affidamento della gestione *dell'intero patrimonio* a un gestore esterno e l'indicazione della società designata». La lettera della norma indurrebbe a pensare che il varco aperto dal legislatore sia circoscritto all'eterogestione dell'intero patrimonio e ciò quand'anche la Sicav o la Sicaf abbiano struttura multicompartimentale.

Rispetto a quanto appena detto, risulta allora difficile stabilire come debba essere inteso il secondo comma dell'articolo in commento: questo fa infatti salva l'applicazione dell'art. 35-*bis*, comma 6, T.u.f., ossia della norma che consente la creazione di una struttura multicompartimentale. In mancanza di indizi anche nella legislazione secondaria⁹, la previsione potrebbe essere interpretata come se imponesse di adeguare la disciplina della gestione esterna alla fattispecie ivi considerata. Il che potrebbe significare dover (o almeno poter) replicare l'istituto dell'esternalizzazione, tratteggiato dal legislatore supponendo una società di gestione monocompartimentale, tante volte quanti sono i patrimoni autonomi da gestire¹⁰.

⁹ Il Regolamento Banca d'Italia del 19.1.15 sulla gestione collettiva del risparmio, Titolo III, Cap. 1, Sez. IV, si limita infatti a ribadire quanto previsto nel Testo Unico.

¹⁰ Un ulteriore argomento a favore della soluzione caldeggiata in testo avrebbe potuto rinvenirsi nella disciplina prevista per i fondi comuni d'investimento. Sino al 2014, il legislatore consentiva ad una Sgr di affidare ad un gestore esterno ciascun fondo d'investimento dalla stessa costituito. Se si considera la Sgr come una società multicomparto i cui patrimoni separati sono rappresentati dai fondi d'investimento dalla stessa gemmati, e se si accosta questo istituto a quello delle Sicav e delle Sicaf multicomparto in modo da apprezzarne le affinità strutturali e di fattispecie (come si è tentato di fare nel primo capitolo), avrebbe allora potuto opinarsi che non vi sarebbe stata ragione per consentire ad una Sgr di esternalizzare la gestione di ciascun singolo comparto e negare invece la medesima facoltà a Sicav e Sicaf, costringendo queste ultime ad esternalizzare necessariamente la gestione dell'intero loro patrimonio. Evidenziata una simile irragionevole disparità di trattamento, un'interpretazione sistematica, teleologicamente ed anche costituzionalmente orientata, avrebbe potuto portare a ritenere che anche per Sicav e Sicaf multicomparto dovesse essere possibile ripartire tra più gestori esterni l'amministrazione dei loro diversi patrimoni. Tuttavia, le modifiche apportate al T.u.f. nel 2014 hanno eliminato la scindibilità del ruolo di Sgr gestore da quello di Sgr promotrice, per cui le considerazioni appena svolte non sono attualmente più proponibili.

Probabilmente, però, un'interpretazione del genere si discosta troppo dalla formulazione della norma; il che, in una materia assai delicata come il diritto dei mercati e degli intermediari finanziari, potrebbe rappresentare un ostacolo al momento insormontabile. È dunque auspicabile un intervento del legislatore in argomento, che riconosca espressamente la possibilità per Sicav e Sicaf multicomparto di conferire ad un soggetto esterno la gestione di uno od alcuni dei suoi patrimoni separati.

Un'altra tecnica cui Sicav e Sicaf multicomparto potrebbero ricorrere per specializzare l'amministrazione del loro patrimonio composito è l'istituto previsto dall'art. 33, comma 4, T.u.f., ai sensi del quale «[l]e Sgr, le Sicav e le Sicaf possono delegare a soggetti terzi specifiche funzioni inerenti alla prestazione dei servizi di cui al presente capo. La delega è effettuata con modalità tali da evitare lo svuotamento di attività della società stessa ed è esercitata nel rispetto delle disposizioni in materia di esternalizzazione di funzioni previste in attuazione dell'articolo 6, comma 1, lettera *c-bis*), numero 8), e comma *2-bis*), ferma restando la responsabilità della Sgr, della Sicav e della Sicaf nei confronti degli investitori per l'operato dei soggetti delegate».

A differenza di quanto previsto dal succitato art. 38 T.u.f., questa disposizione consente la delega di *specifiche* funzioni, che nel caso di specie potrebbero consistere in scelte gestorie riguardanti uno *specifico* comparto.

La differenza tra le due ipotesi sta nella struttura dei due rapporti: la delega di cui all'art. 33 deve intendersi come ordinario mandato dell'organo amministrativo, nell'ambito del quale – per espressa previsione normativa (art. 50 del Regolamento Congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007) – la società delegante mantiene sempre il potere di controllare il delegato, di impartirgli in ogni momento istruzioni vincolanti e di revocargli in ogni momento la delega con effetto immediato; mentre la gestione esterna di cui all'art. 38, inserita nello stesso statuto autorizzato dalla Banca d'Italia, è invece di per sé incompatibile con un'eventuale competenza residua dell'organo amministrativo¹¹.

Quel che in conclusione importa rilevare è come, in un modo o nell'altro, attraverso queste forme di esternalizzazione possa per certi versi riprodursi uno schema

¹¹ M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 43-bis*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, cit. p. 660; M. G. IOCCA, voce *Sicav*, cit., p. 764. Prima delle ultime modifiche legislative, in questo senso si era orientato anche M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 81 ss.

prossimo a quello della rappresentanza commerciale di diritto commerciale comune, con particolare riguardo alla preposizione institoria¹².

1.2. Il ruolo degli azionisti nel governo societario di una Sicav e Sicaf multicomparto.

È affermazione diffusa che la differenza tra gli Oicr statutarî (Sicav e Sicaf) e gli Oicr contrattuali (le Sgr con i loro fondi comuni di investimento) stia nel fatto che nei primi, a differenza dei secondi, gli investitori, in quanto soci, hanno modo di partecipare maggiormente al governo della società d'investimento. L'analisi che si condurrà nella presente e nella prossima sezione dovrebbe mettere in luce come, in realtà, oggi questa differenza sia assai modesta e come l'autonomia privata possa giungere a sovrapporre quasi completamente quelle che sono (o possono essere) le competenze degli azionisti di Sicav e Sicaf e quelle che sono (o possono essere), invece, le competenze dei quotisti di un fondo d'investimento.

Nel presente paragrafo, si procederà prima ad analizzare, in via generale, il ruolo degli azionisti in una società d'investimento e i limiti entro cui questa può emettere categorie di azioni differenziate sotto il profilo dei diritti amministrativi. Verificato tale aspetto, diventerà più chiaro come possano variegarsi, quanto a diritti amministrativi, le azioni emesse su ciascun patrimonio separato di una Sicav o di una Sicaf multicomparto. Da ultimo, si indagherà quali soluzioni possano adottarsi per regolare il funzionamento dell'organo assembleare qualora la società d'investimento abbia plurimi patrimoni autonomi.

Cominciando dal ruolo degli azionisti, punto di partenza è la considerazione per cui in un Oicr statutario gli azionisti vantano le competenze spettanti all'assemblea ordinaria e straordinaria di una s.p.a., quali previste dagli artt. 2364 e 2365 c.c.¹³

Un certo orientamento sostiene però che il principio della riserva agli amministratori dell'attività gestoria, sancito dall'art. 2380-*bis* e confermato dall'elencazione delle materie di competenza dei soci di cui agli articoli citati, verrebbe in questo contesto ulteriormente rafforzato dal principio di autonomia dell'Oicr nella

¹² Cfr. in proposito quanto osservato, seppur con riferimento all'analogia costruzione che riguarda le Sgr e i fondi d'investimento dalle stesse costituiti, da M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 47.

¹³ M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 43*, cit., p. 674.

gestione in monte del risparmio raccolto¹⁴. Nelle s.p.a. inquadrate come Sicav o Sicaf, la sfera gestoria diverrebbe allora ancor più intangibile, nel senso che pure la possibilità prevista dall'art. 2364, comma 1, n. 5, di attribuire all'assemblea degli azionisti poteri autorizzatori andrebbe coordinata con il principio di autonomia del gestore di Oicr: sicché sarebbe preclusa l'attribuzione all'assemblea degli azionisti di poteri autorizzatori tali da consentire o provocare un intervento continuativo e puntuale nell'attività amministrativa e risultare così incompatibile con lo svolgimento del normale rapporto di gestione e di investimento del patrimonio collettivo¹⁵.

Proprio con particolare riferimento a Sicav o Sicaf multicomparto, sarebbe allora possibile individuare un "doppio livello". Il principio di autonomia dovrebbe infatti ritenersi inapplicabile per quanto riguarda tutte quelle attività non riconducibili all'attività di gestione del patrimonio collettivo (cioè estranee al processo di investimento riferibile al medesimo) e concernenti piuttosto i profili organizzativi generali della società e la predisposizione delle strutture necessarie allo svolgimento dell'attività di investimento, ivi incluse quelle che riguardano il sistema dei controlli interni, l'amministrazione e i servizi generali. In riferimento a tali argomenti, sarebbe pertanto possibile riservare ai soci ogni potere autorizzativo o consultivo accessibile in forza dell'art. 2364, comma 1, n. 5. Il secondo livello sarebbe invece rappresentato dall'attività di gestione dei singoli comparti, consistente in una successione dinamica di operazioni di investimento e disinvestimento del patrimonio: qui, invece, troverebbe piena applicazione quanto detto appena sopra a proposito dell'integrazione degli artt.

¹⁴ Si ricordi che la definizione di Oicr, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. k), T.u.f., contiene, quale requisito essenziale, la circostanza per cui il patrimonio raccolto tra una pluralità di investitori sia «gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi».

¹⁵ Considerazioni queste di F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 179. Così anche L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 1099. L'Autore appena citato propone peraltro una tesi (p. 1097 ss.) secondo cui, nell'ambito delle Sicaf, dovrebbero distinguersi i soci gestori (equiparabili ai soci-*partner* di una Sgr) dai soci investitori (equiparabili invece ai sottoscrittori delle quote di un fondo chiuso): il principio di autonomia nella gestione degli Oicr, seppur dovrebbe ritenersi non impedisca a questi ultimi di far parte dell'organo amministrativo, precluderebbe però agli stessi di essere titolari di deleghe gestorie (mentre potrebbero ricevere deleghe all'esercizio di attività non attinenti alla gestione del patrimonio raccolto, ossia essenzialmente alle attività di carattere organizzativo); inoltre, sempre secondo questo orientamento, gli amministratori espressione dei soci investitori dovrebbero essere una minoranza all'interno dell'organo amministrativo – a tal fine dovrebbe farsi uso di quegli strumenti di diritto comune e di diritto speciale che consentono di alterare la proporzione tra conferimenti e potere di governo della società, quali azioni senza diritto di voto o prive del diritto di votare per la nomina degli amministratori oppure al portatore (in capo ai soci investitori) oppure azioni a voto plurimo (in capo ai soci gestori) – e soddisfare con particolare rigore i requisiti posti dall'art. 13 T.u.f., in particolare quello dell'indipendenza.

2380-*bis* e 2364, comma 1, n. 5, con l'ancora più incisivo principio di autonomia di cui alla disciplina di settore¹⁶.

Alla tesi riportata potrebbe tuttavia eccepirsi come essa, a ben vedere, conduca ad esiti nient'affatto distanti da quelli cui perviene la dottrina nell'interpretazione dell'art. 2364, comma 1, n. 5, a proposito della s.p.a. di diritto comune. Infatti, per opinione pressoché pacifica la facoltà, riconosciuta dalla norma appena citata, di riservare all'organo assembleare dei poteri autorizzativi può essere esercitata entro limiti circoscritti, non potendo cioè lo statuto attribuire tali poteri in riferimento ad un numero tanto elevato di decisioni da permettere, di fatto, una penetrante e diffusa ingerenza dei soci nell'amministrazione.

Può dunque senz'altro convenirsi con l'opinione di chi rileva come gli azionisti di una Sicav o Sicaf abbiano, di fatto, una scarsa incidenza sul governo societario¹⁷; non molto diversamente, come si vedrà, da quanto accade nel rapporto tra le Sgr e i partecipanti ai fondi comuni di investimento dalla stessa gestiti. Ma sembra altresì preferibile ritenere che le competenze cui possono ambire gli azionisti di una società d'investimento siano del tutto analoghe, in ultima analisi, a quelle consentite ai soci di una comune s.p.a.

Il secondo tema che si deve qui affrontare è se, entro i limiti di competenza ora definiti, possano essere emesse categorie diverse di azioni tra loro distinte per i diritti di voto e quindi per la loro incidenza sul governo societario.

La normativa settoriale individua due categorie di azioni differenziate sotto questo profilo: le azioni nominative e le azioni al portatore. Le prime, infatti, rispettano il principio capitalistico e attribuiscono un voto per azione. Le seconde, invece, rispondono al principio capitarario, stabilendo gli artt. 35-*quater*, comma 4, e 35-*quinquies*, comma 2, T.u.f., che esse attribuiscono un solo voto per ogni azionista, indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute¹⁸.

¹⁶ Sempre da F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 179 s.

¹⁷ M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 58 nt. 257.

¹⁸ In dottrina si è osservato come la *ratio* della norma – applicabile tanto alle Sicav quanto alle Sicaf – che determina il peso del socio in assemblea in ragione del regime di circolazione delle azioni sottoscritte andrebbe ravvisata nell'intenzione del legislatore di dare evidenza alla distinzione tra “soci-gestori”, i quali sottoscrivono azioni nominative ed assumono un ruolo decisionale nella gestione societaria, e “soci-investitori”, i quali sottoscrivono azioni al portatore (attributive di un solo voto indipendentemente dal numero di azioni possedute) ed esauriscono il proprio interesse nel mero investimento finanziario. Coerentemente, si prosegue, la lett. b) del comma 6 dell'art. 35-*quater* e del comma 4 dell'art. 35-*quinquies* T.u.f. consentono allo statuto di Sicav e Sicaf d'introdurre «particolari vincoli di trasferibilità delle azioni nominative», così consentendo di perseguire l'intento di stabilizzare la compagine azionaria più propriamente imprenditrice. In questo senso: M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*,

Per quanto riguarda la possibilità di emettere altre categorie di azioni distinte in ragione dei diritti partecipativi, bisogna distinguere tra Sicav e Sicaf.

Per le Sicav, si è detto sopra come il T.u.f. escluda la facoltà di emettere categorie speciali di azioni. Si è però visto come il Regolamento Oicr della Banca d'Italia sembri circoscrivere questo divieto alle sole Sicav non riservate, consentendo a quelle riservate, per converso, la diversificazione della propria struttura finanziaria.

Un divieto espresso è invece quello di emettere azioni di risparmio (art. 35-*quater*, comma 8). Questo divieto pone un problema interpretativo di non poco momento.

Da un lato, lo si potrebbe interpretare come se, per legge, tutti gli azionisti della Sicav dovessero essere dotati di diritto di voto. Conseguentemente, quand'anche si reputasse ammissibile l'emissione di categorie diverse di azioni da parte delle Sicav riservate, dovrebbe però escludersi che possano essere emesse azioni prive del diritto di voto.

D'altro lato, ci si potrebbe domandare se il così puntuale riferimento ad una categoria specifica non qualifichi la previsione come eccezionale, perciò insuscettibile di applicazione analogica. Se così fosse, ad essere preclusa rimarrebbe solamente l'emissione di azioni di risparmio, ossia di azioni con le precise caratteristiche del tipo; mentre nulla osterebbe alla creazione di altre categorie, ancorché prive del diritto di voto.

Ci si potrebbe, infine, anche chiedere se simile divieto, sancito nel T.u.f., sia destinato a venire meno per le Sicav riservate. Ad un tale esito interpretativo potrebbe forse pervenirsi laddove si aderisse alla tesi, esposta nel primo capitolo, secondo cui per queste ultime opererebbe una deroga alla legislazione primaria: se per esse venisse meno il divieto di emettere categorie speciali di azioni, allora dovrebbe parimenti venire meno anche il divieto di emettere quella specifica categoria che sono le azioni di risparmio. D'altronde, nel momento in cui dovesse riconoscersi alle Sicav riservate libertà nel configurare il contenuto delle azioni, non sembrerebbe ragionevole al contempo impedire loro di emettere le azioni di risparmio.

cit., p. 69; M. L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf*, cit., p. 658; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 45*, cit., p. 670, i quali però correttamente rilevano come il sacrificio in punto di diritti amministrativi trovi giustificazione non solo nel più facile regime di circolazione, ma anche nella non soggezione di tali azionisti agli obblighi di comunicazione e ai conseguenti oneri previsti dalla normativa secondaria in presenza di una partecipazione rilevante, sicché la compensazione dei limiti al potere degli azionisti al portatore di incidere in sede assembleare si realizzerebbe nell'anonimato degli stessi.

Per quanto riguarda le Sicaf, invece, il T.u.f. consente espressamente a questo sottotipo di s.p.a. di variegare la propria struttura finanziaria anche sotto il profilo dei diritti amministrativi attribuibili dalle azioni, ancorché il Regolamento anzi citato paia in realtà circoscrivere tale possibilità alle sole Sicaf riservate.

Ecco dunque la conclusione sul secondo tema trattato nel presente paragrafo. Nei limiti in cui si riterrà consentito alle Sicav e alle Sicaf emettere categorie diverse di azioni, sarà possibile replicare *per ogni patrimonio* di una società d'investimento multicompartimentale la stessa libertà vantata da una s.p.a. di diritto comune nel modulare la partecipazione degli azionisti al governo societario: potranno così essere emesse su ciascun comparto azioni senza diritto di voto, azioni (al portatore) complessivamente attributive di un solo voto, azioni con diritto di voto limitato o condizionato¹⁹, azioni attributive di un voto ciascuna od ancora azioni a voto plurimo.

La terza ed ultima questione da affrontare concerne l'adattamento delle regole di funzionamento dell'organo assembleare alla fattispecie multicompartimentale.

Si ipotizzi innanzitutto che la società d'investimento abbia un organo assembleare unitario nonostante la struttura patrimoniale multicompartimentale.

Un primo problema emergente in tal caso è come debbano computarsi i voti delle azioni nominative emesse in simili fattispecie. Il problema, evidenziato da attenta dottrina²⁰ trattando delle Sicav, muove dalla considerazione per cui, secondo la regola generale, ad ogni azione corrisponde un voto; questa regola non subisce eccezioni nel caso in cui siano emesse azioni prive dell'indicazione del valore nominale (come accade appunto nelle Sicav), stante l'unicità del patrimonio sociale cui le stesse afferiscono.

Si è allora notato come tale criterio di calcolo, astratto-matematico, non si possa tecnicamente adattare al modello organizzativo in cui le azioni non rappresentano l'intero patrimonio, ma una frazione di esso, di pertinenza di un determinato comparto. In questo caso, infatti, il valore delle azioni dovrà essere computato distributivamente per ciascun comparto, secondo la regola della contabilità separata che caratterizza anche i fondi comuni; ciò di regola si tradurrà nella determinazione di valori nominali "virtuali" delle azioni *diversificati per ciascun comparto*. Si ipotizzi allora che lo stesso importo di denaro investito nel comparto "A" ovvero nel comparto "B" inizialmente attribuisca un ugual numero di azioni. Dopo un certo periodo di tempo, per effetto delle diverse politiche di gestione seguite dai due comparti, è del tutto improbabile che il

¹⁹ P. SFAMENI – M. PENNA, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 221.

²⁰ M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 71 nt. 326.

patrimonio espresso dalle azioni del comparto “A” coincida ancora con il patrimonio espresso dalle azioni del comparto “B” e dunque, a parità del numero di azioni, sarà diversa la frazione del capitale (meglio, patrimonio netto) della società individuato nei due casi.

In astratto sono state perciò ipotizzate²¹ le seguenti alternative: a) il computo dei voti potrà assumere a parametro di riferimento il *numero delle azioni*, che peraltro non riflettono una corrispondente quota di capitale: e allora si dovrebbe concludere che, a parità di diritti amministrativi, la società attribuisce un privilegio patrimoniale ai comparti meglio gestiti, configurando vere e proprie categorie di azioni; con la conseguenza che le decisioni assembleari potrebbero essere assunte da soggetti titolari del maggior numero di azioni, ma non della maggioranza del capitale; b) il computo dei voti potrà altrimenti assumere a parametro di riferimento la quota di capitale effettivamente espressa dalle azioni che afferiscono a ciascun comparto; ciò varrebbe a salvaguardare il principio in ossequio al quale il potere decisionale spetta a chi detiene la maggioranza del capitale, ma altererebbe significativamente il criterio astratto-matematico di attribuzione del voto tipico delle s.p.a., contaminandolo con quello personalistico delle quote (prevarrebbero infatti i soci titolari di una quota complessivamente maggiore del capitale, a prescindere dal numero delle azioni).

Sempre per il caso di assemblea unitaria per tutti gli azionisti dei diversi comparti, una soluzione che potrebbe prospettarsi sarebbe quella di utilizzare le regole sui quozienti costitutivi e deliberativi – che anche nelle Sicav e Sicaf possono essere modificate rispetto a quelle poste dal legislatore nel T.u.f., seppur ovviamente entro gli stessi limiti consentiti per le s.p.a. di diritto comune²² – per assicurare una certa condivisione della decisione da parte degli appartenenti alle diverse compagini azionarie: per esempio, stabilendo che l’assemblea sia regolarmente costituita e/o possa validamente deliberare con la presenza di una certa percentuale minima del capitale rappresentato dalle azioni di ogni comparto.

Fermo quanto appena detto, ci si deve ora chiedere se, sulla scorta della separazione patrimoniale perfetta stabilita dal legislatore, lo statuto possa prevedere – anche quale soluzione ai problemi appena sopra evidenziati – che gli azionisti di comparto votino in assemblee separate, di cui viene circoscritta la competenza al singolo comparto.

²¹ M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 71 nt. 326.

²² M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 73.

Preliminare ad una risposta a detto quesito può rivelarsi l'analisi della disciplina dei proventi che la società di gestione può distribuire ai propri soci-investitori. Partendo dalle Sicav, si è già chiarito in precedenza come in tale sottotipo sociale sia inapplicabile la disciplina degli utili, dovendosi piuttosto parlare di proventi. Si è osservato in dottrina²³ come l'autonomia privata sia particolarmente ampia nel dettare i criteri di distribuzione di questi ultimi: lo statuto della Sicav potrebbe pertanto prevedere la necessità dell'approvazione in sede assembleare per la distribuzione dei proventi, secondo un meccanismo analogo a quello stabilito per le s.p.a. di diritto comune ai fini della distribuzione degli utili²⁴.

Ebbene, alla luce di quanto appena osservato, volendo declinare queste riflessioni alla realtà della Sicav multicomparto, può forse ritenersi opportuno che simili decisioni, laddove vengano dallo statuto affidate all'assemblea degli azionisti, siano demandate ad un'assemblea cui siano legittimati ad intervenire i soli azionisti di comparto. Difatti, la disciplina positiva delle Sicav multicomparto, sancendo la separazione perfetta dei vari comparti, esclude possa esserci una qualche incidenza dei risultati di un comparto, e delle decisioni sulla distribuzione dei proventi dello stesso, sugli altri comparti della medesima società. Sicché, non si vede per quale ragione dovrebbe ritenersi vietato alla Sicav circoscrivere la legittimazione all'intervento e al voto nell'assemblea chiamata a pronunciarsi sulla distribuzione dei proventi di comparto.

Da ciò potrebbe allora forse trarsi un primo argomento per sostenere la legittimità di una previsione statutaria che preveda la costituzione di assemblee separate, con competenza limitata agli argomenti di interesse del singolo comparto. Ovviamente, laddove nonostante la compartimentazione del patrimonio vi siano argomenti di interesse comune (quali potrebbero per esempio essere la nomina, la revoca, la determinazione dei compensi o l'esperimento dell'azione di responsabilità nei confronti dei membri degli organi societari), l'assemblea convocata per pronunciarsi non potrà non essere costituita dagli azionisti di tutti i comparti.

In dottrina si è poi osservato come lo statuto possa derogare all'art. 35-*sexies*, comma 1, T.u.f., nei limiti del modello azionario adottato dalla Sicav, consentendo

²³ M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 45*, cit., p. 667.

²⁴ Cfr. N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000, p. 232, il quale ritiene allora possibile che, in modo del tutto simile ai fondi comuni d'investimento, lo statuto delle Sicav possa prevedere: a) l'obbligo di reinvestire i proventi maturati (cc.dd. Sicav di accumulazione); b) l'obbligo di addivenire alla loro distribuzione (c.d. Sicav di distribuzione); c) la facoltà di scegliere tra reinvestimento e distribuzione degli stessi (c.d. Sicav mista).

l'applicazione dell'art. 2368, comma 1, c.c., laddove consente anche l'introduzione in statuto di «norme particolari» per la nomina delle cariche sociali²⁵. Questa norma potrebbe allora essere impiegata per prevedere, ad esempio, che gli azionisti di ciascun comparto possano nominare un membro del consiglio di amministrazione della società, così che quest'ultimo sia rappresentativo degli interessi correlati ai vari comparti di cui questa si compone.

Può dunque concludersi che vi sono degli spunti normativi e sistematici per ritenere la compartimentazione anche delle competenze assembleari un'ipotesi astrattamente percorribile ed in taluni casi auspicabile.

Un ultimo problema posto dalle Sicav e Sicaf multicomparto, specie qualora si reputasse possibile scomporre l'unitarietà dell'organo assembleare, è come debbano calcolarsi le partecipazioni rilevanti²⁶. A norma degli artt. 14²⁷ e 15²⁸ T.u.f., infatti, i

²⁵ P. MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 741; M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 45*, cit., p. 675.

²⁶ In argomento si veda in generale A. CRUCIL, *I partecipanti al capitale di Sgr, Sicav e Sicaf: alcuni profili*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, p. 175 ss.

²⁷ Il quale così recita: «1. I titolari delle partecipazioni indicate all'articolo 15 possiedono requisiti di onorabilità e soddisfano criteri di competenza e correttezza in modo da garantire la sana e prudente gestione della società partecipata. 2. Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, individua: a) i requisiti di onorabilità; b) i criteri di competenza, graduati in relazione all'influenza sulla gestione della società che il titolare della partecipazione può esercitare; c) i criteri di correttezza, con riguardo, tra l'altro, alle relazioni d'affari del titolare della partecipazione, alle condotte tenute nei confronti delle autorità di vigilanza e alle sanzioni o misure correttive da queste irrogate, a provvedimenti restrittivi inerenti ad attività professionali svolte, nonché a ogni altro elemento suscettibile di incidere sulla correttezza del titolare della partecipazione. 3. Ai fini dell'applicazione del presente articolo e dell'articolo 15, per le Sicav e le Sicaf si fa riferimento alle sole azioni nominative e le disposizioni di cui al comma 2 stabiliscono le ipotesi in cui, al fine dell'attribuzione del diritto di voto, tali azioni sono considerate come azioni al portatore, con riguardo alla data di acquisto. 4. Ai fini dei commi 1 e 2 si considerano anche le partecipazioni possedute per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona, nonché i casi in cui i diritti derivanti dalle partecipazioni spettano o sono attribuiti ad un soggetto diverso dal titolare delle partecipazioni stesse od esistono accordi concernenti l'esercizio dei diritti di voto. 5. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 16, qualora non siano soddisfatti i requisiti e i criteri di cui ai commi 1 e 2 non possono essere esercitati i diritti di voto e gli altri diritti che consentono di influire sulla società, inerenti alle partecipazioni eccedenti le soglie previste dall'articolo 15, comma 1. 6. In caso di inosservanza del divieto, la deliberazione od il diverso atto, adottati con il voto o, comunque, il contributo determinanti delle partecipazioni di cui al comma 1, sono impugnabili secondo le previsioni del codice civile. Le partecipazioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto sono computate ai fini della regolare costituzione della relativa assemblea. 7. L'impugnazione può essere proposta anche dalla Banca d'Italia o dalla Consob entro centottanta giorni dalla data della deliberazione ovvero, se questa è soggetta a iscrizione nel registro delle imprese, entro centottanta giorni dall'iscrizione o, se è soggetta solo a deposito presso l'ufficio del registro delle imprese, entro centottanta giorni dalla data di questo. 8. Le partecipazioni, eccedenti le soglie previste dall'articolo 15, comma 1, dei soggetti privi dei requisiti di onorabilità devono essere alienate entro i termini stabiliti dalla Banca d'Italia o dalla Consob».

²⁸ Il quale così recita: «1. Chiunque, a qualsiasi titolo, intenda acquisire o cedere, direttamente od indirettamente, in una Sim, società di gestione del risparmio, Sicav o Sicaf una partecipazione che comporta il controllo o la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla società o che attribuisce una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già

soci che intendono acquistare partecipazioni rilevanti in Sicav o Sicaf devono possedere i requisiti di onorabilità stabiliti dal Ministero dell'economia e delle finanze e devono dare preventiva comunicazione dell'acquisto alla società, alla Consob e alla Banca d'Italia, la quale può vietare di procedere.

Ebbene, se la società d'investimento multicomparto spezzasse la struttura unitaria dell'organo assembleare, parrebbe più corretto e conforme allo scopo delle norme citate ritenere che le partecipazioni rilevanti debbano commisurarsi a ciascun comparto e che dunque l'acquisto di partecipazioni rilevanti all'interno di anche un singolo comparto debba essere autorizzato.

1.3. Il ruolo degli strumentisti nel governo societario di una Sicav e Sicaf multicomparto.

Nel precedente capitolo si è visto come la struttura finanziaria di Sicav e Sicaf possa essere connotata anche dalla presenza di strumenti finanziari partecipativi, seppur in termini diversi tra le due fattispecie a seconda di come si interpreti l'antinomia normativa data dal combinato disposto del T.u.f. e del Regolamento Oicr della Banca d'Italia.

possedute, deve darne preventiva comunicazione alla Banca d'Italia. La comunicazione preventiva è dovuta anche per le variazioni delle partecipazioni quando la quota dei diritti di voto o del capitale raggiunga o superi, in aumento o in diminuzione, il 20 per cento, 30 per cento o 50 per cento e, in ogni caso, quando le variazioni comportano l'acquisizione o la perdita del controllo della società. 2. La Banca d'Italia può vietare entro il termine stabilito ai sensi del comma 5, lettera c), l'acquisizione della partecipazione quando ritenga che non ricorrono condizioni atte a garantire una gestione sana e prudente dell'intermediario, valutando la qualità del potenziale acquirente e la solidità finanziaria del progetto di acquisizione in base ai seguenti criteri: la reputazione del potenziale acquirente ai sensi dell'articolo 14; l'idoneità, ai sensi dell'articolo 13, da parte di coloro che, in esito all'acquisizione, svolgeranno funzioni di amministrazione, direzione e controllo; la solidità finanziaria del potenziale acquirente; la capacità dell'intermediario di rispettare a seguito dell'acquisizione le disposizioni che ne regolano l'attività; l'idoneità della struttura del gruppo del potenziale acquirente a consentire l'esercizio efficace della vigilanza; l'assenza di fondato sospetto che l'acquisizione sia connessa a operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo. La Banca d'Italia può fissare un termine massimo per l'acquisizione nonché comunicare, anche prima della scadenza del termine, che nulla osta all'operazione. 3. Gli acquisti e le cessioni indicati nel comma 1 sono comunicati, una volta avvenuti, alla Banca d'Italia, alla CONSOB e alla società. 4. Le partecipazioni si considerano acquisite o cedute indirettamente quando l'acquisto o la cessione avvengano per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona. Il controllo sussiste nei casi previsti dall'articolo 23 del T.U. bancario. 5. La Banca d'Italia, determina con regolamento: a) i criteri di calcolo dei diritti di voto rilevanti ai fini dell'applicazione delle soglie previste al comma 1, ivi inclusi i casi in cui i diritti di voto non sono computati ai fini dell'applicazione del medesimo comma, nonché i criteri per l'individuazione dei casi di influenza notevole; b) i soggetti tenuti ad effettuare le comunicazioni quando i diritti derivanti dalle partecipazioni spettano o sono attribuiti a un soggetto diverso dal titolare delle partecipazioni stesse, nonché quando esistono accordi concernenti l'esercizio del diritto di voto; c) le procedure ed i termini per l'effettuazione delle comunicazioni, nonché per condurre la valutazione prevista al comma 2».

Ciò significa che per ciascun patrimonio autonomo di una società d'investimento multicomparto potranno essere emessi strumenti finanziari dotati anche di diritti amministrativi. In particolare, a norma dell'art. 2351, comma 5, c.c., detti strumenti 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».

Possono senz'altro essere emesse diverse categorie di strumenti finanziari partecipativi, distinti in ragione dei differenti diritti amministrativi che attribuiscono. Essendo al riguardo l'autonomia statutaria pressoché libera, non paiono esserci ostacoli alla configurazione di strumenti finanziari correlati ad un singolo comparto con diritto di voto su determinati argomenti concernenti però il singolo comparto e non l'intera società.

Si pone però, evidentemente, il problema di calcolare il peso del voto degli strumentisti in concorso con quello degli azionisti, e ciò sia nell'ipotesi in cui il loro voto concerna argomenti concernenti solamente il singolo comparto, sia nell'ipotesi in cui invece il voto venga espresso con riguardo ad argomenti relativi alla società nel suo complesso.

Altro problema è il seguente. Nell'ipotesi in cui agli strumentisti vengano attribuiti diritti di voto, bisogna domandarsi se di tali diritti di voto debba tenersi conto per determinare i soggetti che, detenendo partecipazioni rilevanti, devono possedere requisiti di onorabilità ed adempiere gli obblighi comunicativi alle Autorità di vigilanza. Per stabilire come si debbano calcolare le soglie a partire dalle quali scatta l'operatività di detta normativa, pare ragionevole richiamare le considerazioni svolte alla fine del precedente paragrafo in merito all'analogo problema posto con riguardo agli azionisti.

SEZIONE 2 – IL GOVERNO SOCIETARIO DELLE SGR E DEI LORO FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO.

2.1. L'organo amministrativo di una Sgr.

Per quanto riguarda l'amministrazione di una Sgr, la disciplina speciale non prevede strutture particolari dell'organo amministrativo.

Si è tuttavia evidenziato come occorra assicurare maggiore autonomia agli amministratori, così da assicurare un'adeguata ponderazione tra interessi dei soci e dei clienti-investitori. Per questa ragione, si è auspicata l'introduzione, in sede di autoregolamentazione e in sede statutaria, di una previsione la quale imponga in seno al consiglio di amministrazione di una Sgr amministratori indipendenti in numero e con competenze adeguati. Il presidente del consiglio di amministrazione dovrebbe poi possedere il requisito di indipendenza ma, proprio per la sua particolare funzione, non dovrebbe venire conteggiato nel numero degli indipendenti ai fini della valutazione della adeguatezza e rilevanza di tale componente. Tutto ciò suppone, tuttavia, una definizione ben precisa del requisito di "indipendenza" in siffatto peculiare contesto²⁹.

Si è suggerito alle Sgr di istituire, all'interno del consiglio di amministrazione, un comitato che si occupi delle operazioni con parti correlate o in potenziale conflitto di interessi: tale comitato dovrebbe essere composto unicamente da amministratori indipendenti e allo stesso dovrebbe essere affidato il compito di esprimere un parere vincolante sulle operazioni con parti correlate e sulle decisioni prese dal consiglio in potenziale conflitto con l'interesse della capogruppo³⁰.

In un'ottica di separazione amministrativa – funzionale, come detto, ad evitare conflitti di interessi e mantenere il gestore sensibile esclusivamente agli interessi degli investitori del singolo fondo –, avrebbe potuto essere utile prevedere la possibilità di affidare la gestione dei diversi fondi d'investimento istituiti da una medesima Sgr a differenti gestori esterni. Questa facoltà era concessa dall'ordinamento sino al 2014: la normativa allora vigente³¹ concepiva una distinzione tra Sgr promotrice e Sgr gestore, alla quale la prima affidava l'amministrazione di un fondo³². Una società di gestione ben poteva perciò creare più fondi d'investimento ed incaricare della gestione di ognuno una differente Sgr gestore.

²⁹ Tutte queste sono riflessioni proposte da M. STELLA RICHTER jr., *La governance delle società di gestione del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 678 s.

³⁰ M. STELLA RICHTER jr., *La governance delle società di gestione del risparmio*, cit., p. 679.

³¹ L'art. 36 T.u.f. così recitava: «1. Il fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o da altra società di gestione del risparmio. Quest'ultima può gestire sia fondi di propria istituzione sia fondi istituiti da altre società. (...) 4. Nell'esercizio delle rispettive funzioni, la società promotrice, il gestore e la banca depositaria agiscono in modo indipendente nell'interesse dei partecipanti al fondo. 5. La società promotrice e il gestore assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario».

³² In argomento si vedano M. MIOLA (– F. BRIOLINI), *Commento all'art. 36*, cit., p. 316 s.; A. P. SODA, *Commento all'art. 36*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 293 s.; M. G. IOCCA, *Commento all'art. 36*, cit., p. 416 ss.; P. GIUDICI, voce *Società di gestione del risparmio*, cit., p. 1102 s.; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 30 ss.; V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 581 ss.

Questa possibilità è venuta meno nella legislazione attuale³³: l'art. 33 T.u.f. stabilisce infatti che «[l]e Sgr gestiscono il patrimonio e i rischi degli Oicr»; ed ai sensi dell'art. 36, primo comma, T.u.f., «[i]l fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o dalla società di gestione subentrata nella gestione, in conformità alla legge e al regolamento».

È quindi ora possibile – ed eventualmente anche doveroso, nella misura in cui ciò serva a fornire l'Oicr di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile «adeguato», in ottemperanza al precetto di cui all'art. 2381 c.c.³⁴ – solamente delegare specifiche funzioni a norma dell'art. 33, comma 4, T.u.f., per il commento del quale si rinvia alla sezione precedente³⁵.

2.2. *Le assemblee dei titolari delle quote di ciascun fondo comune di investimento.*

Un altro problema in tema di governo societario delle Sgr è come esso possa essere arricchito dal coinvolgimento dei quotisti nei processi amministrativi.

Secondo la versione originaria del T.u.f. i partecipanti al fondo d'investimento non potevano vantare alcun diritto amministrativo. Ciò mosse autorevole dottrina ad osservare come la circostanza per cui quanti subiscono gli effetti della gestione sono completamente estranei alla stessa, mentre quanti vantano il potere di gestione sono completamente sottratti ad ogni potere direttivo dei partecipanti, imponesse di ricondurre il fondo-soggetto all'interno della fattispecie delle «istituzioni a struttura fondazionale» e non delle corporazioni³⁶.

Oggi, tuttavia, anche quest'ulteriore aspetto della disciplina è stato modificato.

³³ Si veda R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 187.

³⁴ L. PICARDI, *La delega di funzioni del gestore e il principio della letter box entity*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, cit., p. 280.

³⁵ Osserva peraltro L. PICARDI, *La delega di funzioni del gestore e il principio della letter box entity*, cit., p. 269 s., come anche l'istituto in commento permetta, tutto sommato, di realizzare una specializzazione degli enti che fungono da collettori del risparmio e di quelli che provvedono alla gestione di portafogli da altri raccolti; ma con l'importante differenza, rispetto a quanto consentito dal regime normativo precedente, che rimane oggi inammissibile un'allocazione delle funzioni gestorie che comprima l'ambito decisionale del soggetto delegante al punto di renderlo un mero agente del gestore delegato, chiamato ad intervenire soltanto nella ricerca del contraente-investitore all'interno della rete di collocamento: ciò in quanto si ricadrebbe, altrimenti, nella diversa ipotesi della commercializzazione di azioni o quote di Oicr gestiti da terzi, il cui esercizio da parte delle società di gestione del risparmio è ora consentito dall'art. 33, comma 1, lett. e), T.u.f., ma solo unitamente alle funzioni “minime” di gestione consistenti nella gestione del patrimonio e del rischio.

³⁶ R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d'investimento*, cit., p. 319.

Preliminarmente, l'art. 37 T.u.f., al primo comma, stabilisce in via generale che «[i]l regolamento di ciascun fondo comune di investimento definisce le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento, indica il gestore e il depositario, definisce la ripartizione dei compiti tra tali soggetti, regola i rapporti intercorrenti tra tali soggetti e i partecipanti al fondo». Spetta dunque al regolamento del fondo individuare, tra l'altro, anche «gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi».

Il tema dei diritti amministrativi attribuibili ai quotisti è poi disciplinato dal comma 3 della medesima disposizione, che così prevede: «[i]l regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore. L'assemblea è convocata dal consiglio di amministrazione della società di gestione anche su richiesta dei partecipanti che rappresentano almeno il 5 per cento del valore delle quote in circolazione e le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole della maggioranza assoluta delle quote degli intervenuti all'assemblea. Il quorum deliberativo non può in ogni caso essere inferiore al 10 per cento del valore di tutte le quote in circolazione».

Due sono i rilievi subito emergenti dalla lettura della disposizione riportata.

Per prima cosa, l'assemblea dei partecipanti è dal legislatore espressamente prevista per i soli fondi chiusi.

In secondo luogo, vi è una differenza tra fondi chiusi non riservati e fondi chiusi riservati. Per quanto riguarda i primi, il citato art. 37, comma 3, prevede che i quotisti possano avere diritti di voto esclusivamente in materia di sostituzione del gestore; per il resto, rimangono esclusi dal governo societario. In questo caso, allora, l'assemblea dei partecipanti deve obbligatoriamente essere prevista ma avrà una competenza limitata. Per quanto riguarda invece i secondi, la norma sembra intendere che l'autonomia privata sia più libera di riconoscere diritti amministrativi ai quotisti: spetta dunque al regolamento del fondo prevedere l'assemblea dei partecipanti, nonché disciplinarne competenze e modalità di funzionamento³⁷.

Occorre ora chiedersi se sia ammissibile l'assemblea dei partecipanti anche nei fondi aperti, in merito ai quali il legislatore resta sul punto silente. Se da un lato ciò può indurre a pensare che il legislatore abbia precluso l'attribuzione di diritti amministrativi ai partecipanti a fondi aperti, è stato osservato come, in realtà, ai fondi aperti riservati la

³⁷ Considerazioni, tutte queste, di F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 139.

previsione o meno di un'assemblea debba ritenersi rimessa all'autonomia privata³⁸. Per quanto riguarda invece i fondi aperti non riservati, benché a ben vedere non vi sia un'incompatibilità strutturale tra lo schema dell'Oicr contrattuale aperto e l'attribuzione ai quotisti di diritti amministrativi, il silenzio del legislatore sul punto dovrebbe indurre a ritenere che in questa tipologia di fondi l'assemblea dei partecipanti possa essere prevista ma con competenze limitate a quelle attribuibili ai fondi non riservati chiusi³⁹.

Ciò posto, bisogna ora chiedersi quali siano gli argomenti sui quali può essere riservata una competenza decisionale ai quotisti di un fondo (chiuso o aperto) riservato.

Vi è una prima considerazione da fare in proposito: l'autonomia privata, pur nella libertà riconosciuta dal legislatore al riguardo, deve in ogni caso rispettare il principio dell'autonomia del gestore sottintesa all'intera disciplina degli organismi di investimento collettivo del risparmio; per cui non possono in nessun caso essere riconosciute competenze le quali permettano ai quotisti un'ingerenza nella gestione operativa degli investimenti⁴⁰.

Posto questo limite in negativo, si tratta di definire anche in positivo gli argomenti sui quali i partecipanti al fondo possano essere chiamati ad esprimersi.

Come punto di partenza della presente analisi, si è assunto che sussista una certa affinità tra l'assemblea dei quotisti e quella degli azionisti di una comune s.p.a.: in entrambi i casi si tratta di un organo rappresentativo dei titolari delle quote, operante sulla base di un principio maggioritario e chiamato ad adottare delibere che possono avere un contenuto meramente organizzativo ma anche (seppur con taluni limiti) gestionale o comunque relativo a profili attinenti allo svolgimento del rapporto sociale⁴¹. Tuttavia, considerata la natura del fondo d'investimento, da qualificarsi come

³⁸ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 142.

³⁹ *Ibidem*.

⁴⁰ *Ivi*, p. 143; V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 573 e p. 577; P. CARRIÈRE, *Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 49. Cfr. anche M. G. IOCCA, *Commento all'art. 37*, in *Commentario al T.u.f. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, cit., p. 433, per la quale l'assemblea dei partecipanti permetterebbe agli stessi di poter influire sulla gestione del patrimonio del fondo al fine di tutelare i propri interessi in caso di comportamenti inerti o di abuso del gestore, senza però giungere ad orientare le scelte di investimento del fondo, benché su queste ultime nulla escluderebbe possa in ipotesi instaurarsi una qualche forma di dialogo tra la Sgr ed i partecipanti, le cui determinazioni, seppure elaborate attraverso un gruppo organizzato, non potrebbero mai comunque essere assolutamente vincolanti. Secondo l'Autrice, poi, la Sgr dovrebbe attuare una valutazione del contenuto delle delibere, respingendo quelle non coerenti con l'interesse generale degli aderenti al fondo o che comportino per la stessa un sacrificio eccessivo.

⁴¹ Cfr. P. GIUDICI, voce *Società di gestione del risparmio*, cit., p. 1112, il quale, commentando l'introduzione della possibilità per i quotisti di riunirsi in assemblea per deliberare su determinati argomenti, osserva come «lo schema dei fondi comuni possa avvicinarsi a quello delle società d'investimento e, addirittura, possa nei fatti essere usato anche per mascherare strutture che operano come

patrimonio separato della Sgr, è stata correttamente rilevata anche una certa affinità tra l'assemblea dei quotisti e l'assemblea speciale dei portatori di strumenti finanziari di partecipazione a specifici affari di cui all'art. 2447-*octies*, c.c.⁴².

Le affinità risulterebbero ancora maggiori laddove si consideri come anche la struttura del governo di un Oicr contrattuale, al pari di una comune s.p.a., sia basata sui tre livelli caratteristici del diritto societario: vi è infatti un organo con funzioni amministrativo-gestorie (spettanti alla Sgr, che vi provvede per il tramite del proprio organo amministrativo), un organo con funzioni deliberative proprie dell'assemblea e un organo con funzioni di controllo (spettanti al depositario e al sistema dei controlli interni del gestore)⁴³. Secondo questa dottrina⁴⁴, la caratteristica del sistema di governo dei fondi d'investimento starebbe in ciò: che l'assemblea dei partecipanti del fondo andrebbe ad inserirsi all'interno di un'organizzazione societaria più ampia, quella della società di gestione, in modo da creare un doppio livello organizzativo: da un lato quello che riguarda il fondo, dall'altro quello che riguarda la Sgr; con la precisazione, però, che il livello del fondo si interseca con quello della società e ciò in quanto «il fondo condivide con la società taluni organi e funzioni, che svolgono il proprio ruolo sia per il fondo, sia per la società di gestione».

Quest'ultima riflessione, tuttavia, così per come posta, non sembra del tutto condivisibile. Non perché s'intenda negare l'affinità tra Oicr contrattuale e sistema societario; tutto il contrario. Ciò che non sembra condivisibile è l'impostazione per cui vi sarebbe il summenzionato “doppio livello” e quindi una “condivisione” della struttura organizzativa. Infatti, come sopra detto, il fondo d'investimento deve ritenersi un comparto patrimoniale della Sgr. Non vi è, insomma, alterità tra i due, quanto piuttosto rapporto di appartenenza: la Sgr, intesa come organizzazione, consiste nel sistema di governo societario; questo poi insiste su più comparti per legge in regime di autonomia patrimoniale e distinti in un comparto “centrale” (comunemente identificato nel “patrimonio della Sgr”), dedicato ad un'attività più propriamente organizzativa, ed altri

vere e proprie società di capitali». Secondo M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 44, il carattere vincolante delle delibere dell'assemblea dei quotisti, espressamente sancito nella precedente formulazione dell'art. 37 T.u.f., purché approvate dalla Banca d'Italia (secondo quanto prevedeva la precedente formulazione della norma), varrebbe addirittura ad escludere eventuali profili di responsabilità degli amministratori che diano attuazione alle stesse, in parziale deroga a quanto previsto, all'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c., dal diritto societario comune.

⁴² M. G. IOCCA, *Commento all'art. 37*, cit., p. 432.

⁴³ Così F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 143 s.

⁴⁴ F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 143 s.

comparti “periferici” (i diversi fondi d’investimento), le cui risorse sono invece impiegati negli investimenti finanziari.

Per queste ragioni, non sembra condivisibile l’idea di una Sgr che “presta” la propria organizzazione al fondo d’investimento. Il fondo è un comparto della società, ossia è uno dei comparti patrimoniali su cui una medesima organizzazione di governo esercita il proprio potere gestorio. Riconducendo allora la Sgr e i fondi da essa gestiti entro la fattispecie della società multicomparto, quel “doppio piano organizzativo” potrebbe più semplicemente leggersi come articolazione del governo societario: l’organizzazione potrebbe cioè dirsi composta da taluni organi con competenza generale (quelli che tradizionalmente verrebbero detti “gli organi della Sgr”, ossia l’organo amministrativo, l’assemblea degli azionisti e il collegio sindacale) ed altri organi con competenza invece specifica sul singolo comparto patrimoniale (ossia, l’assemblea dei partecipanti al singolo fondo d’investimento e il depositario di quest’ultimo).

La circostanza per cui, come generalmente riconosciuto, le lacune presenti nella disciplina degli Oicr contrattuali si debbano colmare guardando al diritto societario comune non sarebbe perciò da imputarsi ad una “affinità” tra essi e la fattispecie societaria, ma dovrebbe riconoscersi quale naturale conseguenza del rapporto di identità tra la predetta fattispecie societaria e i cosiddetti Oicr contrattuali, nei quali allora non dovrebbe vedersi altro che delle società soggette ad una disciplina speciale⁴⁵.

Torna allora in rilievo la tesi esposta dalla Suprema Corte nella succitata sentenza n. 16605 del 2010, secondo cui i fondi d’investimento sono patrimoni separati della Sgr. L’accostamento da essa proposto dovrebbe consentire di notare le somiglianze tra la struttura del governo societario di una Sgr, con i propri fondi d’investimento, e quella di una s.p.a. che abbia costituito uno o più patrimoni destinati. In entrambi i casi, infatti, è constatabile lo stesso schema: un organo amministrativo con competenza su tutti i diversi comparti separati, un’assemblea degli azionisti con competenza anch’essa generale (nel senso che si occupa di materie che interessano la società nel suo

⁴⁵ Cfr. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 154: «[u]n altro profilo che consente di apprezzare l’influenza dei modelli societari nel campo degli OICR contrattuali è rappresentato dalle quote di partecipazione al fondo. La stessa circostanza per la quale, nell’OICR contrattuale, il patrimonio comune è suddiviso in, e rappresentato da, quote offre, di per sé, una certa assonanza con la disciplina delle società azionarie e con la suddivisione in azioni del capitale. Anche nel fondo di investimento la quota assolve ad una funzione organizzativa e di unità di misura della partecipazione del singolo titolare. Inoltre, alle quote spettano diritti patrimoniali e, se è prevista l’assemblea dei partecipanti, diritti amministrativi».

complesso) e infine un'assemblea dei portatori di strumenti finanziari rappresentativi della partecipazione ad un singolo comparto.

Non pare allora del tutto errata l'assimilazione, in punto di fattispecie, tra i portatori degli strumenti finanziari di cui all'art. 2447-ter, comma 1, lett. e), c.c. e i titolari di quote di partecipazione ad un fondo comune di investimento. Ciò, specie alla luce di tutto quanto considerato nel primo capitolo in merito ai diritti patrimoniali attribuibili, rispettivamente, dai predetti strumenti finanziari e dalle (varie, possibili, categorie di) quote di partecipazione ai fondi comuni d'investimento. Si ritiene, in altre parole, che ci si debba concentrare sull'identità di fattispecie per limare le differenze tra le discipline quando siano imputabili a sovrapposizioni normative piuttosto che ad un'effettiva differenza di esigenze di tutela o di regolamento.

Ebbene, una volta assimilata l'idea di una coincidenza tra Sgr e società multicompartimentali anche sotto il profilo della struttura di governo societario, potrebbe tentarsi di dare una risposta al problema concernente le possibili competenze riconoscibili ai quotisti di un fondo (aperto o chiuso) riservato.

Sicuramente legittima è l'attribuzione all'assemblea dei partecipanti al fondo del potere di modificare il regolamento del fondo, in relazione a qualunque previsione dello stesso. In particolare, non vi sarebbero difficoltà neppure ad ammettere che il regolamento stesso possa contenere una clausola generale che attribuisca *tout court* all'assemblea dei partecipanti il potere di deliberare le modifiche dello stesso⁴⁶.

Sarebbe possibile inoltre attribuire all'assemblea in discorso il potere di deliberare, anche in via non meramente consultiva o autorizzatoria, in merito a questioni che riguardano profili della "vita" del fondo, ma che comunque non attengono al compimento di scelte o decisioni di investimento: si pensi alla nomina di componenti dei comitati tecnici ovvero dei comitati consultivi (e dei loro eventuali sostituti), quando previsti, alla nomina di consulenti esterni, al conferimento di deleghe di gestione, alla nomina di *outsourcer* chiave per l'organizzazione del fondo ecc.⁴⁷.

Per quanto riguarda le materie attinenti invece a profili più prettamente gestori, ferma restando l'impossibilità di attribuire all'assemblea il potere di decidere il compimento di singole operazioni di gestione o di deliberare in merito alle singole strategie di investimento dell'Oicr, si ritiene che all'assemblea dei partecipanti possano

⁴⁶ F. ANNUNZIATA *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 145; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 20.

⁴⁷ F. ANNUNZIATA *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 145 s.

essere riconosciuti quei poteri consultivi o autorizzatori accessibili all'assemblea degli azionisti a norma dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. Entro questi limiti, infatti, verrebbero rispettati tanto il principio di autonomia della gestione dagli investitori quanto il principio dell'intangibilità delle competenze gestorie riservate in via esclusiva agli amministratori ai sensi dell'art. 2380-*bis* c.c.⁴⁸.

Si è inoltre osservato⁴⁹ come le indicazioni contenute nelle Linee guida dell'ESMA e nel Regolamento Oicr forniscano un utile criterio al fine di meglio distinguere le questioni appartenenti al piano della gestione operativa dell'Oicr dalle materie gestionali diverse. Sulla scorta di dette indicazioni, il disposto generale di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. dovrebbe perciò essere integrato distinguendo tra una fascia "alta" ed una fascia "bassa" del processo di investimento: dovrebbero quindi ritenersi attribuibili all'assemblea dei partecipanti poteri consultivi o autorizzatori in merito al compimento di atti di gestione, purché specificamente e analiticamente individuati nel regolamento del fondo e sempreché la loro portata non risulti tale, in concreto, da svuotare di contenuto l'attività gestoria che compete all'organo amministrativo della Sgr. Il limite dovrebbe allora individuarsi in competenze dell'assemblea, solo di natura consultiva o autorizzatoria, che non comportino un potere di intervento continuativo e puntuale, tale da risultare incompatibile con lo svolgimento del normale processo di gestione e di investimento del patrimonio collettivo.

Quali esempi di materie su cui, allora, l'assemblea dei quotisti potrebbe essere chiamata ad esprimersi con autorizzazioni o pareri sono stati indicati⁵⁰: operazioni in relazione alle quali la Sgr – da intendersi, come detto, nel senso del suo organo amministrativo – si trova in conflitto di interessi; operazioni con parti correlate; operazioni di importo o peso percentuale particolarmente rilevante, tali perciò da avere un impatto significativo sul patrimonio del fondo; operazioni che comportino l'assunzione di rischi idonei ad incidere significativamente sul profilo rischio-rendimento del fondo; ricorso alla leva finanziaria al di sopra di un limite stabilito dal regolamento del fondo; modifiche alle strategie generali di investimento, comunque limitate alla fascia "alta" del processo e comunque nei limiti della politica di investimento dell'Oicr.

⁴⁸ Così F. ANNUNZIATA *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 146 s.; V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 577.

⁴⁹ F. ANNUNZIATA *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 147 s.

⁵⁰ Sempre da F. ANNUNZIATA *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., p. 148.

Si registrano invece opinioni contrarie al riconoscimento ai quotisti del diritto di formulare indicazioni o vincolare in qualche modo l'organo amministrativo in ordine alla distribuzione dei proventi dell'attività cui è destinato il fondo⁵¹. In senso opposto potrebbe però valorizzarsi la sostanziale "appartenenza" di detti proventi agli investitori del fondo che li ha prodotti e l'indifferenza della scelta di distribuirli, in ipotesi rimessa alla loro assemblea, per i diritti patrimoniali dei partecipanti ad altri fondi gestiti dalla medesima Sgr.

Si aggiunga ora un'altra considerazione: il regolamento del fondo d'investimento potrebbe anche prevedere l'emissione di classi diverse di quote, tra loro distinte (solo od anche) in base ai diritti amministrativi da esse attribuite⁵². Ecco quindi che potrebbe così crearsi una differenziazione tra i quotisti in ragione della loro maggiore o minore partecipazione al governo del fondo.

Un'ulteriore considerazione. Si afferma comunemente in dottrina che la nozione di gestione collettiva, ovvero in monte, va ricostruita muovendo dal carattere generale e standardizzato dell'attività di gestione, nel cui ambito non vi sarebbero margini per introdurre elementi che consentano la "personalizzazione" del rapporto o che diano spazio alla considerazione di interessi individuali⁵³. Si è tuttavia correttamente notato⁵⁴ come non sia infrequente, nella prassi, che la distribuzione delle quote emesse da fondi di tipo chiuso veda l'emersione di un solo investitore quale titolare della maggioranza delle quote emesse dal fondo o comunque di una percentuale sufficiente a governare l'assemblea dei partecipanti. In queste situazioni, la predetta capacità d'interferenza sull'attività del gestore, pur nel rispetto delle regole della collettività organizzata, risulta nei fatti esercitabile (ed esercitata) dal solo investitore che abbia la titolarità della descritta percentuale di quote del fondo. Considerato dunque che, a norma dell'art. 37, comma 3, T.u.f., «[l]'assemblea è convocata dal consiglio di amministrazione della società di gestione *anche su richiesta dei partecipanti che rappresentano almeno il 5 per cento del valore delle quote in circolazione* e le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole della maggioranza assoluta delle quote degli intervenuti all'assemblea. Il quorum deliberativo non può in ogni caso essere inferiore al 10 per cento del valore di tutte le quote in circolazione»; e considerato inoltre che, se il fondo chiuso non è

⁵¹ Cfr. V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 572.

⁵² *Ivi*, p. 570.

⁵³ Così *ivi*, p. 572 s.

⁵⁴ *Ivi*, p. 577.

riservato, l'assemblea può deliberare la sostituzione del gestore – il che presenta talune affinità con la competenza dell'assemblea dei soci di revocare gli amministratori, da cui deriva la presunzione di un potere di fatto di direzione dell'amministrazione in capo al socio di maggioranza –, mentre se il fondo è riservato possono essere attribuiti ulteriori argomenti alla competenza dell'assemblea, è evidente come, in realtà, la capacità di esprimere una *voice* nella gestione del fondo si configuri nella sostanza particolarmente pregnante⁵⁵.

Alla luce di tutto quanto sin qui considerato, possono due trarsi due conclusioni.

In primo luogo, anche dal punto di vista dei diritti amministrativi che possono essere attribuiti agli investitori di fondi d'investimento (almeno quelli riservati), non v'è poi tanta distanza rispetto allo schema che si ritrova nelle società di diritto comune, specie in considerazione del ruolo che gioca il principio di autonomia, concettualmente molto vicino alla riserva esclusiva di gestione in capo agli amministratori di s.p.a. Quello che viene indicato come un «tratto caratterizzante» gli Oicr contrattuali, ossia il «dato della spersonalizzazione dell'attività gestoria, rispetto alle esigenze del singolo investitore»⁵⁶, costituisce a ben vedere un elemento del tutto comune alle società azionarie⁵⁷.

⁵⁵ Così M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 44 nt. 193; V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 577. Evidenzia l'esistenza per i quotisti (specie di un fondo chiuso) di margini d'intervento del tutto accostabili a quelli propri dei soci di una società a ristretta base associativa anche E. SCHIAVELLO, *La natura giuridica dei fondi comuni*, cit., p. 139.

⁵⁶ Così V. TROIANO, *Commento agli artt. 36-37*, cit., p. 571.

⁵⁷ L'affinità alla struttura societaria si apprezza anche dal confronto con le società d'investimento, del cui governo si è trattato nella sezione precedente. Si suole dire (R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 207), infatti, che «[n]el fondo d'investimento vi è una dissociazione assoluta tra la posizione del risparmiatore-partecipante al fondo e quella del gestore, e fra gli stessi corre un rapporto, di gestione, a prestazioni corrispettive», mentre «[n]ella SICAV (...) la posizione di gestore e di risparmiatore coincidono, in quanto quest'ultimo è socio della società che gestisce, nel proprio interesse e non nell'interesse altrui, il monte delle risorse». Tuttavia, non pare che questa differenza sussista effettivamente: la differenza tra Sgr e Sicav non passa per la posizione dei risparmiatori, perché alla fine il loro potere gestorio è identico: anzi, si pensi ad un Fia riservato, dove è possibile attribuire all'assemblea dei quotisti competenze amministrative, che di fatto possono rivelarsi ben più penetranti di quelle che possono avere gli azionisti di una Sicav. E infatti questa stessa dottrina ammette poi che «la netta contrapposizione fra fondo aperto e SICAV, che dovrebbe discendere dall'alterità dei modelli, risulta fortemente ridimensionata alla luce delle rispettive discipline», giacché «da un lato, sono state introdotte modificazioni così rilevanti alla disciplina dei profili patrimoniali della società per azioni da rendere difficile la stessa riconducibilità delle SICAV al tipo della società per azioni disciplinato dal codice civile (le cui norme, per altro, se non dichiarate espressamente non applicabili, troveranno applicazione in quanto compatibili con la disciplina speciale) e, dall'altro, l'organizzazione della società è stata disegnata tenendo ben presente quella del fondo, finendosi per immaginare o, comunque, per rendere possibili modalità gestorie capaci di sottrarre ai soci ogni effettiva ingerenza sulla gestione del patrimonio, non diversamente da quanto accade nell'ambito dei fondi comuni» (così sempre R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 207 s.).

In secondo luogo, la fattispecie qui in esame presenta una struttura per cui gli investitori di un comparto hanno poteri amministrativi esclusivamente in riferimento ad esso e, al contempo, gli investitori degli altri comparti non hanno poteri amministrativi sullo stesso.

SEZIONE 3 – IL GOVERNO SOCIETARIO DELLE SOCIETÀ MULTICOMPARTO DI DIRITTO SOCIETARIO COMUNE.

3.1. L'organo amministrativo.

Sin qui sono state analizzate disposizioni speciali dettate per gli organismi di investimento collettivo del risparmio.

Si tratta ora di approfondire come possano strutturarsi gli organi di governo di società multicompartimentali di diritto comune: ciò, prima verificando cosa consenta l'ordinamento societario attualmente vigente, poi indagando eventuali alternative di cui potrebbe rivelarsi opportuno l'inserimento all'interno del diritto positivo.

Con riguardo all'organo amministrativo, la prima soluzione da esaminare è quella in cui questo mantiene una struttura che si è sopra definita "centralizzata", con ciò volendosi riferire al modello di governo dove tutti gli amministratori vantano piena competenza gestoria su tutti i comparti: se la società ha un amministratore unico, ciò è scontato; se ce ne sono due o più, significa non dar luogo ad alcuna specializzazione delle competenze gestorie degli amministratori in ragione dei diversi settori in cui si sviluppa l'impresa societaria.

Non vi può essere ovviamente dubbio alcuno sulla legittimità di simile costruzione. Ciò sia quando l'organo amministrativo sia pluripersonale, sia quando sia invece monocratico.

Una tecnica per tentare di contenere i conflitti di interessi che possono sorgere in caso di unitaria gestione di plurimi compendi separati è stabilire per tutti o alcuni i componenti del consiglio di amministrazione requisiti di indipendenza (art. 2387 c.c. e, per le società quotate, art. 147-ter, comma 4, T.u.f.). Questi potrebbero infatti assicurare l'autonomia di giudizio e di comportamento di taluni consiglieri (specie rispetto agli amministratori esecutivi) e configurare, di riflesso, doveri fiduciari qualificati dei membri "indipendenti" con conseguente graduazione delle relative responsabilità nei

confronti della società⁵⁸. In dottrina si è osservato come una soluzione per prevenire i conflitti intersettoriali possa essere l'accentuazione della dissociazione tra proprietà e controllo attraverso l'adozione di un organo amministrativo composto da una maggioranza di amministratori indipendenti, con il compito di tutelare l'interesse sociale al di là dei singoli interessi di settore⁵⁹. I requisiti di indipendenza, poi, dovrebbero essere meglio specificati dallo statuto per rendere questa presenza più efficace: in particolare, oltre ai requisiti definiti nel T.u.f. e nel Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, dovrebbe essere ulteriormente specificato quanto meno che gli amministratori non debbano avere un *disproportionate equity interest* (ossia, non possiedano azioni di uno o più specifici comparti)⁶⁰.

Occorre tuttavia considerare che, in strutture societarie complesse come le società multicomparto, potrebbe rendersi opportuno creare comunque una qualche forma di articolazione del momento gestionale. Anzi, ci si potrebbe forse spingere a ritenere che, in taluni casi, la suddetta articolazione debba considerarsi in una certa misura obbligatoria: l'art. 2381, comma 3, infatti, sancisce in capo agli amministratori l'obbligo di dotare la società di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile «adeguato». Questa norma potrebbe imporre all'organo amministrativo, in ragione delle dimensioni o della natura dell'oggetto sociale, di distribuire parte del proprio potere gestorio al fine di realizzare una struttura di governo più efficiente e maggiormente sensibile agli interessi precisi degli investitori settoriali. O comunque, se da un lato l'aver creato una

⁵⁸ M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 504; ID., *Autonomia negoziale*, cit., p. 536; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 196.

⁵⁹ M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 237 s.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 196 s. Osserva G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 262, che la nomina dei membri indipendenti del consiglio di amministrazione potrebbe anche essere riservata ai portatori di strumenti finanziari di partecipazione all'affare di cui all'art. 2447-ter, comma 1, lett. e).

⁶⁰M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 239 s. Non pare in realtà del tutto chiaro rispetto a cosa gli amministratori in discorso dovrebbero essere indipendenti. In tema di amministratori indipendenti degli intermediari finanziari, si veda M. STELLA RICHTER jr., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, cit., p. 203 s., il quale puntualizza che prima di tutto la valutazione del requisito di indipendenza non può tradursi in un apprezzamento dell'indole della persona dell'amministratore e dunque, in sostanza, in una sua qualità caratteriale e soggettiva, ma deve piuttosto essere valutato in relazione a criteri obiettivi, da cui la conclusione che il requisito o il carattere dell'indipendenza non può essere considerato in astratto e soprattutto che non è possibile pensare ad una nozione unitaria di indipendenza; il requisito di indipendenza sarebbe allora utile se di volta in volta pensato e parametrato al tipo di costo di agenzia che s'intende contenere: se (tipicamente in società con azionariato diffuso) si intendono contenere i comportamenti opportunistici dei *manager* (non soci), allora l'indipendenza da ricercare sarà quella degli amministratori non esecutivi e quindi tipicamente quella propria degli *outside directors* nord-americani, ossia indipendenza rispetto agli amministratori esecutivi e alle risorse da questi gestite; se viceversa s'intendono contenere i rischi di decisioni prese ai danni dei soci di minoranza dagli amministratori espressione di una maggioranza precostituita di soci di controllo, allora l'indipendenza rilevante non può che essere quella dall'influenza del legame con il socio o i soci di maggioranza o di controllo.

qualche forma di compartimentazione amministrativa non vale certo ad esimere gli amministratori da ogni responsabilità in caso di negligente od infedele gestione settoriale, dall'altro la mancata organizzazione della società multicompartimentale attraverso il ricorso ad alcuno degli strumenti che si vedranno subito appresso, considerata la separazione gestoria e le ripartizioni di responsabilità che essi possono comportare, potrebbe costituire un elemento di responsabilità degli amministratori in caso di abusi (specie in caso di rapporti intergestori posti in essere a condizioni squilibrate)⁶¹.

Un'articolazione dei poteri gestori di un organo amministrativo, che pur rimane a struttura "centralizzata", può avvenire su due piani: su un piano *contrattuale* e su un piano *organico*.

Una prima modalità per distribuire potere gestorio mediante il ricorso a strumenti contrattuali è la nomina di institori. In particolare, l'organo amministrativo potrebbe preporre ad ogni comparto un institore con poteri rappresentativi circoscritti ad esso⁶². Un tanto è d'altronde espressamente consentito dall'art. 2203, comma 2, c.c., a norma del quale la preposizione institoria «può essere limitata all'esercizio di una sede secondaria o di un ramo particolare dell'impresa»⁶³.

La preposizione di un institore alla gestione del singolo comparto potrebbe allora limitare fortemente i rischi di gestioni infedeli (in particolare, di erronee o arbitrarie menzioni del vincolo di destinazione) poiché, attraverso l'iscrizione presso il Registro delle Imprese della procura, sarebbe possibile, a norma dell'art. 2206 c.c., opporre al terzo le limitazioni ai poteri rappresentativi dell'institore⁶⁴. Si è peraltro osservato che agli institori potrebbe essere attribuito un ampio margine di autonomia nell'esercizio del

⁶¹ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 155, testo e nt. 131.

⁶² G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 38; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 529; ID., *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria*, cit., p. 495; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 193 s.; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 234 e p. 247, secondo cui la funzione institoria potrebbe essere attribuita ad un amministratore delegato esclusivamente alla gestione del patrimonio destinato; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 210 ss.; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 156; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 97 s.

⁶³ F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 98; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 156, secondo cui «la preposizione parziale non può reputarsi fattispecie sostanzialmente diversa rispetto alla preposizione alla complessiva impresa, in quanto incide solo sull'ambito dell'estensione dei poteri e non anche sulla loro qualità».

⁶⁴ G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 234 s., il quale aggiunge che ulteriore forma di tutela della società (operante come disincentivo ad erronee menzioni dei vincoli di destinazione) dovrebbe rinvenirsi nell'art. 2208 c.c., a norma del quale l'institore che ometta di far conoscere al terzo che tratta per il preponente (nel caso qui in esame, che egli tratta per conto della società ed in funzione della realizzazione dello specifico affare oggetto del patrimonio) è personalmente responsabile assieme alla società (se gli atti compiuti dall'institore siano pertinenti all'esercizio dell'impresa cui questo è preposto).

potere di rappresentanza con riguardo a singole decisioni operative nelle quali, in particolare, potrebbero annidarsi conflitti di interessi, ma tali poteri troverebbero comunque un limite nelle decisioni concernenti la definizione degli obiettivi globali (di mercato, di prodotto, di costi e prezzi ecc.) e la fissazione delle relative strategie, le quali resterebbero riservate necessariamente alla competenza dell'organo amministrativo⁶⁵.

Simile soluzione potrebbe forse avere il vantaggio di contribuire maggiormente a scongiurare il rischio di gestioni infedeli o in conflitto di interessi. Si pensi infatti al caso in cui il contratto di gestione venga stipulato con una società specializzata proprio nella prestazione di servizi di amministrazione aziendale: potrebbe pensarsi che, almeno in una parte dei casi, importanti realtà imprenditoriali esterne ed indipendenti siano meno inclini a cedere ad interessi personali o particolari distanti da quelli della generalità degli investitori.

Per quanto riguarda invece le modalità di distribuzione di potere amministrativo a livello non contrattuale ma organico, viene in rilievo il ricorso all'istituto delle deleghe gestorie. All'interno del consiglio, potrebbero infatti nominarsi organi delegati cui affidare la gestione dei patrimoni destinati a specifici affari, ovvero dei settori cui sono correlati azioni od altri strumenti finanziari. Alla gestione di ciascun comparto, potrebbero così essere dedicati uno o più amministratori delegati, piuttosto che un comitato esecutivo.

Secondo alcuni autori⁶⁶, questa opzione porterebbe ad una riduzione dei costi di agenzia sia in virtù della razionalizzazione dell'assetto dei poteri interni tra consiglio di amministrazione e il delegato alla gestione della singola impresa, sia in virtù di una più efficiente allocazione delle relative responsabilità: ciò in quanto l'inosservanza dei doveri inerenti all'amministrazione del patrimonio separato sarà imputabile, pressoché esclusivamente, al consigliere ad esso deputato, con efficace effetto deterrente⁶⁷.

⁶⁵ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 157; G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, cit., p. 1332.

⁶⁶ G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 38; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 152, testo e nt. 124.

⁶⁷ In ogni caso, anche in una simile organizzazione dell'organo amministrativo, i consiglieri delegati alla gestione dei singoli affari dovrebbero pur sempre poi riferire al consiglio di amministrazione sul «generale andamento della gestione» (del comparto), sulla sua prevedibile evoluzione e sulle «operazioni di maggior rilievo»; ebbene, tra queste ultime dovrebbero rientrare i rapporti intergestori fra società e compendi separati, che andrebbero equiparati alle «società controllate» ai sensi dell'art. 2381, comma 5. Questa considerazione varrebbe a rendere gli altri consiglieri responsabili per incongrui *transfer prices* tra patrimonio sociale e comparti e tra questi, non solo perché ne verrebbe a conoscenza in occasione della relazione periodica che i delegati espongono al consiglio, ma anche perché il consiglio dovrebbe far

La delega potrebbe essere anche solo interna⁶⁸ ed essere associata a quozienti costitutivi e deliberativi per il consiglio di amministrazione che impongano il necessario consenso dell'amministratore internamente delegato ad un determinato comparto quando debbano assumersi deliberazioni che possano rivelarsi pregiudizievoli per lo stesso. Il ricorso alle deleghe interne potrebbe inoltre rispondere sempre ad un'idea di distribuzione aprioristica delle responsabilità, potendosi ragionevolmente ritenere applicabile a tale costruzione il disposto dell'art. 2392, comma 1, secondo periodo: quindi, dovranno esonerarsi da responsabilità gli amministratori che non abbiano contribuito ad arrecare danno ad un comparto della società qualora la sua gestione fosse stata in concreto attribuita ad uno o più determinati altri⁶⁹.

Occorre a questo punto precisare che una distribuzione del potere gestorio attuata a livello organico non altera affatto la struttura centralizzata dell'organo amministrativo: in presenza di amministratori delegati, infatti, quelli non esecutivi non si spogliano delle loro originarie competenze gestorie; al contrario, mantengono sempre il potere di revocare, avocare a sé il compimento delle decisioni e di impartire direttive vincolanti (così l'art. 2381, comma 3). Semplicemente, vi è un organo amministrativo centralizzato, ma con strutturazione verticale al proprio interno.

risultare i relativi esiti dal bilancio particolare dei singoli comparti. In questo senso R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 154.

⁶⁸ G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato*, cit., p. 386; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 97.

⁶⁹ La conclusione da ultimo prospettata merita tuttavia di essere meglio precisata. Ragionando infatti sul preciso dato positivo, deve registrarsi la condivisibile osservazione di G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato*, cit., p. 386 ss., secondo cui l'art. 2447-ter, lettera c), nel richiedere che la delibera di costituzione del patrimonio destinato debba delineare anche «le regole e le modalità del suo impiego», stabilirebbe un riparto verticale di funzioni tra consiglio di amministrazione e singolo amministratore internamente preposto all'affare, imponendo al primo di dettare in maniera sufficientemente specifica la linea strategica e rimettendo invece al secondo la sua traduzione in concrete scelte attuative. Da simile interpretazione – conclude l'Autore citato – deriverebbe la conseguenza per cui, in caso di cattiva gestione del comparto separato, alla responsabilità dell'amministratore ad esso preposto si affiancherebbe anche quella del consiglio, «dal momento che delle due l'una: o quelle scelte operative si pongono in linea con il piano, ma in questa eventualità è alla programmazione a monte che il deficit di diligenza deve probabilmente imputarsi; oppure quelle scelte si manifestano come deviazioni o scostamenti dal piano, ma allora in questo caso il consiglio deve rispondere per aver tollerato o avallato lo scostamento, insomma per aver omesso di esercitare le proprie prerogative valutative sull'attuazione del piano e sull'operato del preposto, su cui il consiglio oltretutto non solo deve essere tenuto ma anzi, anche e prima ancora, si deve tenere costantemente informato». Deve dunque ritenersi che, in base all'attuale diritto positivo, la limitazione della responsabilità gestoria ai soli amministratori in concreto investiti dell'amministrazione del patrimonio destinato sia predicabile in casi normalmente residuali, nei quali possa dedursi l'impossibilità per gli altri consiglieri di conoscere ed impedire le operazioni dannose per il comparto separato poste in essere dall'amministratore internamente delegato.

A maggior ragione ciò vale in caso di nomina di institori, atteso che l'organo amministrativo rimane in una posizione gerarchica sovraordinata e può parimenti orientare l'attività degli institori attraverso direttive⁷⁰.

In tutti i casi sin qui considerati, pertanto, non verrebbe del tutto soddisfatta quell'esigenza – cui si è più volte fatto riferimento – di avere comparti gestiti da amministratori rispondenti esclusivamente agli interessi degli aventi causa dal singolo patrimonio.

In una struttura multicompartimentale, l'unicità dell'organo amministrativo (o, piuttosto come si preferisce qui definirla, la struttura centralizzata dell'organo amministrativo), benché offra senz'altro maggior elasticità e snellezza nella gestione dell'impresa multidivisionale, incrementa le possibilità di conflitti di interessi o di gestioni confusorie tra i vari comparti⁷¹.

Una soluzione teoricamente adottabile per prevenire simili problemi potrebbe allora consistere nella specializzazione delle competenze degli amministratori in ragione dei diversi comparti. Come è stato d'altronde osservato in dottrina, l'esercizio da parte di un ente collettivo di una pluralità di attività di impresa commerciale, in assenza di una distinta autonomia soggettiva e patrimoniale, è perfettamente lecito ma dovrebbe avvenire in maniera indipendente sotto il profilo gestionale⁷².

L'alternativa ad un organo amministrativo centralizzato sarebbe perciò costituita da un organo amministrativo federale. Se la struttura centralizzata si caratterizza per il

⁷⁰ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 157 nt. 137.

⁷¹ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 18; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 113. Cfr. G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1666; ID., «Tracking shares» e «actions reflet», cit., p. 618, secondo cui in una società emittente azioni correlate la presenza di conflitti d'interessi diventerebbe una componente inevitabile della vita sociale. Conf. P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 186 s. e p. 194 nt. 32; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 121, testo e nt. 5. In realtà non è affatto pacifico nell'analisi dottrinale che in una società (unica ma) multicompartimentale vi sia un problema di conflitti di interessi: secondo parte degli autori, infatti, l'unicità dell'organo amministrativo andrebbe al contrario proprio a comporre i conflitti di interessi. In questo senso F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 188.

⁷² Così P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 160; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 250 s., il quale, a proposito delle società con patrimoni destinati a specifici affari, sottolinea come «i creditori particolari di un patrimonio destinato (...) abbiano un forte interesse a che la gestione del suddetto patrimonio destinato sia affidata ad un soggetto indipendente rispetto agli amministratori che si occupano della gestione della società». Si dice invece scettico rispetto al fatto che la nomina di amministratori “di settore” possa costituire una soluzione contro la possibile insorgenza di conflitti di interessi M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 234 ss.: secondo questo Autore, infatti, poiché l'interesse sociale resta unico anche in simili fattispecie societarie, dovrebbe essere perseguito da tutti gli amministratori, mentre eventuali amministratori di settore (perché nominati dagli azionisti di settore) tenderebbero a proteggere non tanto l'interesse sociale (e quindi a massimizzare il valore di ciascuna categoria di azioni) ma l'interesse del settore correlato di riferimento. Aderisce a quest'ultimo ragionamento F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 195 s.

fatto che tutti gli amministratori hanno competenza su tutti i comparti, una struttura federale si caratterizza, al contrario, per il fatto che non tutti gli amministratori hanno competenza su tutti i comparti.

Chiarito questo primo aspetto, si possono fare ulteriori distinzioni all'interno della possibile struttura federale assumibile dell'organo amministrativo.

La struttura può essere prima di tutto distinta tra struttura federale pura e struttura federale spuria. Quest'ultima si caratterizza per la presenza di almeno un amministratore con competenza su tutti i comparti. La struttura federale pura, invece, si caratterizza per l'assenza di anche un solo amministrativo con competenza su tutti i comparti.

Altra distinzione è tra struttura federale perfetta e imperfetta. Si ha struttura federale imperfetta quando nell'amministrazione di un comparto vi è almeno un amministratore con competenza su almeno un altro comparto, il che significa che non tutti gli amministratori che gestiscono un comparto gestiscono unicamente quel comparto. Al contrario, la struttura federale perfetta si ha quando gli amministratori che gestiscono un comparto non hanno competenza su nessun altro comparto.

Dati questi modelli ideali, relativamente all'organo amministrativo della società, lo statuto potrebbe poi prevedere che il governo societario assuma assetti differenti, in ragione degli specifici argomenti trattati: così, stabilendo ad esempio che taluni argomenti debbano considerarsi comuni a tutta la società e perciò da affrontare in assetto centralizzato (potrebbero essere non solo argomenti di obiettivo interesse comune, ma anche investimenti del singolo comparto ma di importo considerevole), mentre altri debbano al contrario riservarsi alla competenza esclusiva degli amministratori settoriali in assetto federale (impuro oppure puro, perfetto o imperfetto).

Si tratta di verificare se la struttura federale e le relative opzioni siano attuabili alla luce della vigente disciplina societaria.

Non appare una soluzione affatto pacifica quella di prevedere che tutti o alcuni consiglieri abbiano competenza limitata alla gestione di uno specifico patrimonio, precludendo loro la partecipazione all'attività deliberativa del consiglio quando abbia ad oggetto affari diversi da quelli di cui essi si occupano.

Possono difatti nutrirsi serie perplessità sulla possibilità di circoscrivere la sfera di competenza di un amministratore. Si è dubitato, per esempio, della possibilità di prevedere statutariamente la preposizione alla gestione di un settore degli

amministratori nominati dagli azionisti ad esso correlati⁷³. L'unicità dell'organo amministrativo, da intendersi dunque come competenza generale di ciascun amministratore alla gestione, rimane perciò allo stato irrinunciabile⁷⁴. Al più, onde prevenire possibili conflitti endosocietari, la dottrina che si è occupata delle società emittenti azioni correlate ha ammesso possano essere istituiti in seno all'organo amministrativo tanti autonomi "comitati di controllo" quanti sono i singoli comparti⁷⁵.

Autorevole dottrina ha però chiaramente stigmatizzato la scelta del legislatore di non affidare la gestione di ciascun patrimonio destinato ad un amministratore distinto ed indipendente⁷⁶, benché peraltro tale soluzione fosse stata autorevolmente proposta alla Commissione Vietti⁷⁷.

⁷³ Cfr. N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., p. 291.

⁷⁴ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 194; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 18 e p. 151 s.; E. BECCHETTI, *Riforma del diritto societario. Patrimoni separati, destinati e vincolati*, cit., p. 60; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 1215; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1666; G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 38; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 221 s.; G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 16; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 121.

⁷⁵ G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 165; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 221.

⁷⁶ A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1682, il quale d'altro canto osserva come qualsiasi soluzione avrebbe potuto sollevare critiche e perplessità per la natura "una e bina" del rapporto tra società e patrimonio destinato. In senso simile: F. DI SABATO, *Sui patrimoni «destinati»*, cit., p. 61; ID., *Brandelli di esperienza (non del tutto negativa) di un aspirante legislatore*, cit., p. 318, dove l'Autore annovera tra gli accorgimenti normativi fondamentali che dovrebbero assistere l'isolamento di beni oggetto di garanzia anche «la possibilità che l'amministrazione, la rappresentanza e il controllo della gestione, nell'interesse del patrimonio dedicato siano affidati a organi distinti rispetto a quelli della società dedicante»; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 112; M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 504, secondo il quale una simile previsione avrebbe imposto l'estensione a tali gestori delle regole in materia di direzione e coordinamento ed avrebbe anche consentito di demandare correttamente la nomina del gestore ai soci in ipotesi di patrimonio destinato senza apporti di terzi o con apporti non azionari e viceversa ai portatori delle azioni rappresentative del patrimonio destinato in ipotesi di apporti di capitale. Il medesimo Autore, già in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno e internazionale, Università Cattolica di Milano*, cit., p. 1497, sottolineava come (guardando anche alla struttura dell'istituto del *trust*) sarebbe stata una soluzione maggiormente coerente con la fattispecie della separazione patrimoniale la preposizione di amministratori indipendenti alla gestione dei singoli comparti.

⁷⁷ Si veda in particolare la formulazione dell'art. 2447-septies (rubricato «Amministrazione del patrimonio dedicato») secondo il Progetto Galgano, consultabile ne *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. Vietti, G. Lo Cascio, U. Tombari, A. Zoppini, Milano, 2006, p. 1145: «1. L'amministrazione del patrimonio dedicato è affidata ad uno o più gestori nominati, per il primo triennio, nell'atto di costituzione del patrimonio e successivamente dall'assemblea che nomina gli amministratori della società. 2. Coloro tra i gestori che hanno la rappresentanza possono compiere tutti gli atti che rientrano nell'oggetto della specifica attività economica per la quale il patrimonio dedicato è stato costituito, salve le limitazioni che risultano dalla legge o dall'atto di costituzione del patrimonio dedicato. 3. I gestori adempiono i doveri ad essi imposti dalla legge o dall'atto di costituzione del patrimonio dedicato con indipendenza rispetto all'organo amministrativo della società anche nell'interesse del patrimonio di destinazione». Si legga inoltre la formulazione dell'art. 2447-quater secondo il Progetto Di Sabato (rubricato «Amministrazione»), consultabile sempre in *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, cit., p. 2896: «1.

Anche alla luce di questi illustri precedenti, potrebbero proporsi degli argomenti a sostegno dell'introduzione nel nostro ordinamento societario di un organo amministrativo a struttura federale⁷⁸.

Prima di tutto, una limitazione di competenze degli amministratori potrebbe per certi versi consentire di gestire meglio la settorializzazione dell'impresa societaria, favorendo forse una maggiore fedeltà all'interesse del comparto. Vi è una differenza sostanziale rispetto all'ipotesi sopra vista delle deleghe, anche interne, di gestione: la delega non esclude la competenza decisoria degli altri amministratori non delegati, che mantengono un potere di direttiva, di revoca e di avocazione a sé delle funzioni delegate. Al contrario, in caso di struttura federale dell'organo amministrativo, tutti gli amministratori si porrebbero in posizione equiordinata, distinguendosi cioè non in forza di una gerarchia tra gli stessi ma di una differenziazione di competenze. In sintesi, in una struttura federale perfetta ciascun amministratore (e non l'organo collegiale di cui fa parte) costituirebbe il vertice di una struttura amministrativa autonoma.

In secondo luogo, si deve considerare come al sistema di diritto societario comune non sia estranea una struttura dell'organo amministrativo dove gli amministratori agiscono autonomamente l'uno dall'altro. Così accade, infatti, nel sistema dell'amministrazione disgiuntiva, applicabile non solo alle società di persone ma anche a quel tipo di società di capitali che è la s.r.l.⁷⁹. Non si vuole con ciò suggerire

[l]'amministrazione del patrimonio dedicato è affidata agli stessi amministratori della società. 2. Qualora l'atto costitutivo lo consenta, l'assemblea può nominare uno o più amministratori, i quali in questo caso hanno competenza esclusiva nell'amministrazione del patrimonio dedicato e non hanno alcuna competenza nell'amministrazione della società. 3. All'amministrazione del patrimonio dedicato si applicano le norme stabilite per gli amministratori della società, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo». La questione è ben riassunta da A. ZOPPINI, *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, cit., p. 100, il quale riferisce di come in occasione della configurazione della struttura del nuovo istituto, alla Commissione fossero state sottoposte tre possibili alternative: 1) un modello sub-societario, caratterizzato da un regime che tendenzialmente duplicava nella disciplina del patrimonio separato la struttura e le regole di funzionamento della società (prevedendo un autonomo organo di amministrazione, un organo di controllo, un nome e così via); 2) un secondo modello, che ravvisava nel patrimonio separato lo strumento per assoggettare una parte del patrimonio sociale a regole speciali di gestione rilevanti anche sul piano della responsabilità ed opponibili nei confronti dei soggetti terzi; 3) infine, un modello che intendeva valorizzare la destinazione patrimoniale sul piano essenzialmente finanziario, atteso che la separazione del patrimonio era destinata a spiegarsi esclusivamente sui proventi derivanti da un'attività futura. L'Autore riferisce di come la scelta della Commissione si sia orientata verso il secondo e il terzo modello, respingendo invece il primo.

⁷⁸ Non è del tutto chiara la posizione di B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 2447 bis, lettera a, c.c.), cit., p. 174, dove afferma che il patrimonio destinato «non comporta il sorgere di una soggettività giuridica autonoma, né necessariamente di organi di governo autonomi» (enfasi aggiunta).

⁷⁹ Sul sistema di amministrazione disgiuntiva nelle s.r.l. si vedano, tra i molti: G. CARCANO, *Commento all'art. 2475*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L. A. Bianchi, Milano, 2008, p. 578 ss.; P. MORANDI, *Commento all'art. 2475*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei

un'estensione alle s.p.a. dell'ambito di applicazione del regime dell'amministrazione disgiuntiva, posto che secondo quella disciplina ciascun amministratore mantiene pur sempre una competenza sulla gestione dell'intera società. Ma è il principio che essa esprime ad essere interessante: il principio, cioè, per cui la società ha una pluralità di amministratori, ma questi non sono chiamati ad agire di concerto, essendo ciascuno autonomo. Allora, come può accadere che più amministratori intervengano autonomamente sul medesimo patrimonio, allo stesso modo potrebbe consentirsi che ciascun amministratore possa gestire in modo autonomo un patrimonio separato. Ed è esattamente il modello che si proporrebbe nel caso dell'amministrazione federale perfetta.

In terzo luogo, la limitazione delle competenze chiarirebbe ancora meglio le responsabilità gestorie: queste farebbero cioè capo esclusivamente – salvo quanto si dirà nell'ultimo capitolo – all'amministratore o agli amministratori preposti al singolo comparto. Gli altri amministratori, infatti, non avendo competenze gestorie sul comparto non saranno in radice suscettibili di essere considerati responsabili per la loro gestione o per l'inadeguata sorveglianza sugli stessi.

Da ultimo, può osservarsi che i terzi riceverebbero una tutela del loro affidamento assolutamente equivalente a quello che attualmente ricevono nei rapporti con una società monocompartimentale. Occorrerebbe infatti che lo statuto o l'atto di nomina indicassero l'amministratore o gli amministratori che vantano il potere di gestione e di rappresentanza della società relativamente a ciascun comparto; il che, debitamente iscritto nel registro delle imprese a norma dell'art. 2383, comma 4, unitamente all'obbligo di menzione nel traffico giuridico del comparto al quale devono imputarsi gli effetti di ciascun atto, dovrebbe consentire una piena operatività di un'amministrazione settoriale anche di fronte ai terzi. In questo caso, oltretutto, non si porrebbe nemmeno un problema di tutela dei terzi, perché questi sarebbero già tutelati nei limiti dell'art. 2384, comma 2: per cui, se ad agire in nome di un comparto fosse un amministratore privo di poteri gestori e rappresentativi per quel comparto, potrebbe sostenersi che si versi in una fattispecie di difetto assoluto di potere, come tale sempre opponibile al terzo; se invece ad agire in nome del comparto fosse un amministratore

Alberti, cit., III, 1943 ss.; S. AMBROSINI, *Commento all'art. 2475*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Acontres, III, Napoli, 2004, p. 1570 ss.; O. CAGNASSO, *Commento agli artt. 2475-2475 bis*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante O. Cagnasso, P. Montalenti, II, 5^a ristampa, Bologna, 2009, p. 1859 ss.

con la rappresentanza della società per gli affari cui esso è dedicato, suoi eventuali eccessi del potere rappresentativo rimarrebbero inopponibili ai terzi che non abbiano intenzionalmente agito a danno del comparto⁸⁰.

Occorre ora fare un'ulteriore riflessione.

Se si ricapitolano le possibilità (teoriche) di articolazione dell'organo amministrativo su un piano, appunto, organico, si constaterà che in nessun caso sarebbe possibile, secondo le alternative sin qui esposte, avere una situazione in cui vi sia, da un lato, un rapporto gerarchico tra gli amministratori con competenza generale e gli amministratori con competenza settoriale; dall'altro, un'alterità soggettiva tra le persone fisiche in posizione gerarchicamente superiore, con competenza generale, e quelle in posizione gerarchicamente inferiore, con competenza limitata alla gestione del singolo settore. Difatti, nel caso di articolazione dell'organo amministrativo mediante ricorso alle deleghe, pur trovandosi il consiglio di amministrazione in posizione sovraordinata rispetto agli amministratori delegati, questi ultimi fanno pur sempre parte dell'organo collegiale ad essi sovrapposto. Per converso, nel caso di un'(ipotetica) amministrazione ispirata al modello federale (sia esso spurio, puro e perfino perfetto) mancherebbe

⁸⁰ I risvolti di queste considerazioni potranno apprezzarsi meglio nel momento in cui verrà trattata, nel successivo capitolo (al paragrafo 2.4.), la fattispecie del compimento di atti estranei all'affare cui è destinato un determinato comparto. È difatti del tutto evidente che laddove un amministratore abbia il potere di rappresentazione su tutti i comparti, risulterà sicuramente più semplice imputare atti e contratti ad un comparto dedicato ad un'attività avulsa da quella cui questi ineriscono: per l'amministratore, infatti, si tratterà solo di decidere di quale comparto spendere il "nome" (o, più precisamente, di quale destinazione patrimoniale fare menzione). Ma qualora a ciascun diverso comparto venisse preposto un amministratore con competenze gestorie e potere rappresentativo limitati agli atti pertinenti al ramo di attività cui esso è destinato (ipotesi all'epoca concepita da Galgano nel proprio progetto per la riforma del diritto societario, si veda sopra), effettuare un'erronea imputazione di un atto (ossia, imputare gli atti di un atto ad un patrimonio destinato ad un affare differente da quello nel cui contesto si colloca ed al quale è destinato un differente patrimonio, che così viene sgravato delle conseguenze di tale atto) richiederebbe infatti la partecipazione del legale rappresentante del comparto erroneamente coinvolto: difatti, il rappresentante del comparto cui sostanzialmente appartiene l'atto non avrebbe il potere di spendere efficacemente il nome del patrimonio cui intenderebbe addossare l'atto; per cui occorrerebbe che il rappresentante di tale secondo patrimonio si prestasse a spendere il nome di quest'ultimo e così, compiendo un atto estraneo all'affare cui sarebbe invece dedicato, si accollasse i relativi oneri economici. Un risultato simile non pare ottenibile semplicemente prevedendo in statuto che la società abbia più rappresentanti e, precisamente, uno per comparto, giacché, quand'anche si iscrivesse nel registro delle imprese che la società ha tanti rappresentanti quanti sono i patrimoni separati e che ciascuno può agire disgiuntamente dagli altri (come consentito dall'art. 2383, comma 4) con poteri limitati però al singolo comparto cui è preposto, cionondimeno il compimento di un atto estraneo all'affare si configurerebbe come un semplice eccesso di rappresentanza, come tale inopponibile ai terzi salvo loro dolo (secondo quanto stabilito dall'art. 2384, comma 2). Se invece, come si propone in testo, la separazione amministrativa non concernesse solo il potere rappresentativo, ma anche quello gestorio, si potrebbe forse sostenere che un amministratore con poteri gestori limitati ad un certo comparto non versi, rispetto ad un altro, in una situazione di mero eccesso di potere (come tale inopponibile ai terzi a norma dell'art. 2384, comma 2), ma di radicale difetto assoluto di potere (come tale, invece, sempre opponibile).

l'elemento della gerarchia, posto che gli amministratori si distinguerebbero solo in ragione delle differenti competenze e verserebbero perciò in posizione di parità.

Tuttavia, la suddetta costruzione, connotata da contestuale specializzazione di taluni amministratori e superiorità gerarchica (alla quale, per intendersi, si abbina un potere di direttiva) di altri, fisicamente diversi, potrebbe rappresentare un modello interessante specie per società multicompartimentali di grosse dimensioni, dove può rivelarsi importante, in ossequio al principio dell'adeguatezza degli assetti organizzativi ed amministrativi, avere delle persone che si dedicano specificamente alla gestione di un comparto e delle altre che, invece, si impegnano nella direzione della complessiva impresa conglomerale con potere di direzione sugli amministratori settoriali.

Per realizzare una simile costruzione potrebbe essere utile adottare il sistema dualistico di amministrazione e controllo. In virtù di esso, infatti, il consiglio di sorveglianza avrebbe il potere di nominare e revocare i consiglieri di gestione (potere, cui è generalmente associato quello di impartire direttive quanto meno in via di fatto); inoltre, lo statuto potrebbe pure attribuire al consiglio di sorveglianza il potere di deliberare in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società predisposti dal consiglio di gestione (art. 209-*terdecies*, comma 1, lett. f-*bis*).

Come per il modello tradizionale, anche per quello dualistico si pone tuttavia il problema dell'attuale irrealizzabilità di una specializzazione delle competenze amministrative dei consiglieri di gestione, i quali pure manterrebbero in ogni caso poteri gestori su tutti i comparti. Un eventuale ricorso al modello dualistico comporterebbe inoltre che i soggetti in posizione sovraordinata non abbiano competenze limitate all'alta amministrazione, bensì anche funzioni propriamente di controllo (di cui è investito appunto il consiglio di sorveglianza).

Per queste ragioni, volendosi continuare ad immaginare possibili configurazioni del sistema di amministrazione di società multicompartimentali di cui potrebbe ipotizzarsi una futura introduzione nell'ordinamento societario, ci si può interrogare se possa rivelarsi di qualche utilità consentire di riprodurre all'interno della società la medesima struttura amministrativa propria di un gruppo verticale. In tale fattispecie, a ben vedere, gli amministratori della *holding* nominano gli amministratori dei vari comparti di cui si compone il gruppo (ossia, le diverse società controllate): in questo caso sussisterebbero entrambi gli elementi del rapporto gerarchico e dell'alterità soggettiva tra gli amministratori "generali" e quelli "settoriali".

A ben vedere, quella appena descritta è esattamente la situazione connotante un gruppo verticale con al vertice una pura *holding* finanziaria. In simili ipotesi, infatti, gli amministratori della capogruppo devono sì gestire l'impresa e il patrimonio sociali, ma nell'una e nell'altro queste si esauriscono, nell'ipotesi in esame, nelle partecipazioni alle società controllate. Posto che il patrimonio sociale sarà, in sostanza, composto unicamente dai diritti patrimoniali ed amministrativi attribuiti da dette partecipazioni e che i primi non richiedono, in genere, un esercizio attivo continuativo, la gestione dell'impresa e del patrimonio societari consiste nell'esercizio dei diritti amministrativi verso le società controllate: dunque, nell'attività di direzione e coordinamento nei loro confronti. Ebbene, quest'articolazione potrebbe forse riprodursi anche all'interno di una società multicompartimentale (specie laddove essa presenti una struttura patrimoniale verticale, quale descritta nelle conclusioni del primo capitolo): si potrebbe immaginare un organo amministrativo "centrale" svolgente un'attività analoga a quella condotta dall'organo amministrativo di una *holding*, consistente quindi nell'alta amministrazione e nella direzione strategica dell'impresa conglomerale, sotto al quale operano tanti organi amministrativi "periferici", nominati dal primo e composti da persone fisicamente diverse, dedicate esclusivamente alla particolare gestione del singolo settore.

Tutte le costruzioni da ultimo prospettate, che si discostano dal modello di gestione centralizzata, sono evidentemente allo stato inattuabili. Potrebbe però riflettersi se consentire alla società multicompartimentale di valutare liberamente il ricorso a simili strutture possa costituire un'importante componente per il successo del modello conglomerale anche in società di rilevanti dimensioni, dove potrebbe a volte essere maggiormente avvertita l'esigenza di assicurare agli investitori settoriali la presenza di amministratori attenti esclusivamente ai loro interessi e quindi mantenere inderogabilmente separate le competenze gestorie di questi ultimi e quelle degli amministratori preposti ad altri comparti della medesima società⁸¹.

⁸¹ È senz'altro da condividere lo spirito e il contenuto del succitato Progetto Di Sabato, dove così veniva spiegata la proposta ivi formulata di facultizzare l'assemblea a nominare amministratori con competenza esclusiva sul comparto dedicato: «[s]i è inteso realizzare la massima elasticità possibile, rimettendo all'atto costitutivo l'opzione circa il regime di amministrazione della società. Da un lato, si consente che gli amministratori del patrimonio siano gli stessi di quelli della società; dall'altro, si rimette all'autonomia statutaria la possibilità di nominare amministratori "dedicati": soluzione quest'ultima auspicabile allo scopo di ridurre i rischi dei conflitti di interessi nell'amministrazione della società e del patrimonio dedicato».

In assenza di una riforma sul punto da parte del legislatore, l'autonomia statutaria potrebbe così svolgere un ruolo fondamentale ai fini della definizione delle *best practices* nell'amministrazione delle società multicompartimentali e, in particolare, nella gestione dei rapporti intersettoriali⁸².

3.2. La base: gli azionisti.

Occorre ora esaminare come possa essere strutturato l'organo assembleare di una società multicomparto.

A proposito delle azioni correlate è già stato osservato come tali azioni potrebbero essere del tutto prive del diritto di voto, oppure a voto limitato a taluni argomenti, oppure l'esercizio del voto potrebbe essere condizionato al verificarsi di eventi, aventi carattere non meramente potestativo, relativi all'attività del settore (ad esempio, al raggiungimento o al mancato raggiungimento di un certo risultato economico del settore) ovvero della stessa società⁸³. In questo caso, però, sarebbe necessario che il valore di tali azioni non eccedesse la metà del capitale sociale⁸⁴.

⁸² U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, p. 128. A questo proposito, è stata anche ipotizzato il ricorso all'erezione di "barriere" all'interno della struttura organizzativa della società (le c.d. *chinese walls*) le quali, nel rispetto dell'accentramento delle funzioni strategiche e gestionali nell'organo amministrativo, fossero tali da impedire la disseminazione di informazioni confidenziali suscettibili di opportunistiche ed abusive utilizzazioni, proficue per un settore e pregiudizievole per altre divisioni aziendali. Un tanto, come visto sopra, è peraltro imposto dalla normativa secondaria in tema di Oicr, che appunto devono «organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti» (art. 40, comma 1, lett. b), T.u.f., puntualizzato dall'art. 56, comma 3, del Reg. Consob 9 dicembre 1998, n. 11745). Al riguardo attenda dottrina (R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 203) ha però espresso perplessità sulla concreta idoneità delle "muraglie cinesi" a contenere il rischio di conflitti di interessi: in primo luogo, l'esperienza anglosassone in materia di intermediazione finanziaria insegna che l'attuazione di tali sistemi di separazione organizzativa implica una notevole lievitazione dei costi di esercizio dell'attività economica, proprio l'effetto che la destinazione patrimoniale di diritto societario mira ad evitare; in secondo luogo, l'istituzione di una rigida separazione organizzativa, limitando la conoscenza delle condizioni di mercato da parte del singolo settore aziendale ed ostacolando più in generale le sinergie fra i distinti rami dell'attività, neutralizza i benefici economici della diversificazione che giustificano e sollecitano l'articolazione multidivisionale della società azionaria; infine, la muraglia cinese sarebbe soltanto in teoria idonea a prevenire i conflitti, poiché nella prassi i rapporti tra privati e le occasioni di contatto professionale fra i dipendenti, ovvero il semplice trasferimento di uno di essi da una struttura all'altra potrebbero agevolmente vanificare la complessa e dispendiosa azione di profilassi svolta tramite la "muraglia".

⁸³A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 221; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 87; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 78; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 183 s.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 106 s.; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit., p. 1100, secondo il quale sarebbe anzi preferibile attribuire il diritto di voto pieno agli azionisti ordinari e limitare invece quello degli azionisti correlati.

⁸⁴ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 87; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 79; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 184; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 106 s.

A ben vedere, anche all'interno dell'organo assembleare si ritrova quella duplice tensione di cui si è dato conto in apertura del presente capitolo: da un lato, infatti, l'unicità della società imporrebbe che l'organo "di base" (perché composto dai soci) mantenga a sua volta una dimensione unitaria che gli consenta di "dirigere" la società nel suo complesso; dall'altro, però, sono evidenti e comprensibili i problemi di conflitto d'interessi che si annidano nel funzionamento di un'assemblea in cui votano soggetti con interessi economici eterogenei, distinti in ragione dei diversi comparti su cui insistono i diritti patrimoniali delle differenti classi di azionisti.

Tutto ciò induce all'adozione di correttivi che possano in vario modo comporre le due tensioni, piuttosto che propendere per favorire una tensione a dispetto dell'altra.

Anche per l'organo assembleare, in teoria, si propone perciò l'alternativa tra una struttura rispondente ad un modello "centralizzato" ed una struttura rispondente invece ad un modello "federale".

La struttura dell'organo assembleare è centralizzata quando tutti gli azionisti (purché dotati di diritto di voto) hanno diritto ad esprimersi su tutti i comparti della società. I diritti di voto (e, in genere, i diritti amministrativi) spettanti alle differenti categorie di azionisti non vengono dunque differenziati in base al comparto su cui insistono i rispettivi diritti patrimoniali.

Questa è la soluzione che trova applicazione in via residuale in forza dell'attuale diritto positivo: commentando la disciplina delle azioni correlate, la dottrina ha infatti osservato che qualora lo statuto nulla disponga in proposito, queste, rappresentando una frazione dell'unico capitale sociale, attribuiranno un diritto di voto pieno nell'assemblea generale; con la conseguenza che i loro titolari, pur essendo interessati in via principale ai risultati di un settore dell'impresa, finiscono per influenzare le scelte dell'intera attività sociale⁸⁵.

Lo stesso deve ritenersi accada anche qualora si ritenesse possibile riferire ad un patrimonio destinato una porzione del capitale sociale. Si visto sopra che coloro che aderiscono alla tesi possibilista evidenziano come, in ogni caso, il capitale sociale

⁸⁵ M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 528, il quale evidenzia come nel caso di compartimentazione patrimoniale realizzata mediante azioni correlate, ciò troverebbe giustificazione anche nel fatto che, in virtù dell'art. 2350, comma 3, c.c., gli azionisti correlati ad un settore non sarebbero affatto insensibili all'andamento degli altri settori, dal che vi sarebbe un interesse a partecipare anche alla loro gestione; ID., *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria*, cit., p. 494; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 221, il quale sottolinea come debba poi aggiungersi anche il diritto di voto nell'assemblea speciale di categoria di cui all'art. 2376 c.c., in caso di delibere modificative dei loro diritti; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 182; P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: *le alphabet stock*, cit., p. 823.

rimarrebbe unico e la quota segregata potrebbe al più venire postergata nella (ma non esclusa dalla) partecipazione alle perdite subite da altri settori. All'unitarietà del capitale sociale non può che seguirne, in mancanza di diversa previsione statutaria, l'unitarietà dell'organo assembleare.

Se l'organo assembleare è unitario e lo statuto non stabilisce diversamente, il diritto di voto sarà distribuito tra gli azionisti secondo il normale principio capitalistico: quindi, ad ogni azione un voto. Ciò significa che all'interno dell'unica assemblea il peso delle varie categorie di azioni correlate – siano esse emesse in virtù di una compartimentazione meramente interna, siano esse invece emesse in virtù di una compartimentazione anche esterna – sarà proporzionale alla quota di capitale sociale rappresentata da ciascuna di esse.

Un tale criterio, tuttavia, rimane ancorato al dato meramente formale dei rapporti tra le varie categorie di azioni rispetto al capitale nominale e non tiene invece adeguatamente in considerazione le proporzioni tra il valore economico effettivo dei diversi settori dell'impresa societaria. Ciò potrebbe giustificare l'interesse ad apportare correttivi per stabilire il peso in assemblea degli azionisti correlati.

Un primo temperamento potrebbe consistere nell'attribuire agli azionisti settoriali un'influenza in assemblea proporzionale al valore del comparto *al momento dell'emissione* delle azioni ad esso correlate, potendosi a tal fine utilizzare lo strumento del plafonamento o dello scaglionamento del diritto di voto⁸⁶.

Partendo da questa considerazione, parte della dottrina è giunta alla condivisibile conclusione che sia ammissibile anche il sistema del voto fluttuante (*floating vote*), ossia stabilire che il voto degli azionisti correlati abbia un peso variabile in ragione della variabile consistenza di ciascun comparto. Attraverso lo strumento del voto condizionato e del voto scalare, unitamente alla possibilità di assegnare fino a tre voti (nelle società non quotate) o di maggiorare tale diritto (negli emittenti quotati), sarebbe allora possibile ancorare il rapporto quantità di azioni correlate possedute/voti esercitabili in assemblea ai risultati economici e/o al valore relativo del comparto economico a cui esse fanno riferimento⁸⁷. Secondo un'altra tesi⁸⁸, tale risultato sarebbe

⁸⁶ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 88; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 184; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 108.

⁸⁷ Così M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 528 s.; ID., *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria*, cit., p. 494; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 221 s., per il quale agli azionisti correlati potranno in via statutaria essere attribuiti, in generale, poteri amministrativi proporzionali al peso economico che il comparto nel quale hanno investito ha rispetto all'intera attività e

invece ottenibile in altro modo: in presenza di azioni senza valore nominale, si potrebbe ipotizzare una conversione di azioni correlate in un numero maggiore (o minore) di azioni ordinarie, con un effetto simile ad un frazionamento (*stock split*) o raggruppamento (*reverse stock split*) del tipo parziale, cioè un aumento od una riduzione del numero di azioni, limitatamente ad una categoria tra esse; dal momento che la misura della partecipazione in presenza di azioni senza valore nominale è data dalla divisione tra il capitale e il numero di azioni, il potere di voto attribuito alle azioni correlate post conversione in azioni ordinarie risulterebbe così maggiorato, o diminuito, a seconda dei casi. Il peso andrà calcolato periodicamente, prima di ogni assemblea o con periodicità fissa.

Secondo la dottrina il voto fluttuante sarebbe però precluso alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, perché il mercato non tollererebbe agevolmente la contrattazione di titoli il cui contenuto patrimoniale e corporativo sia variabile nel tempo, dacché tali titoli disattenderebbero il valore della trasparenza che è primario ai fini dell'efficienza del mercato⁸⁹. In senso contrario si è osservato che, da una parte, la variabilità della sostanza economica è carattere qualificante dell'istituto e, dall'altra, che le azioni correlate sono state concepite proprio per il mercato, nell'auspicato proposito di incrementare la raccolta di capitali di rischio; le azioni correlate, se configurate come azioni con diritto di voto subordinato a determinate condizioni o limitato a determinate materie (di specifico interesse per la categoria) a norma dell'art. 2351, comma 2, potrebbero quindi consentire l'adozione del sistema del voto fluttuante anche alle società aperte⁹⁰.

alle altre divisioni; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 88 s., secondo cui il voto fluttuante sarebbe, peraltro, maggiormente conforme al tradizionale principio di proporzionalità tra rischio e peso deliberativo; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 185; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 108 s., ad opinione del quale la correlazione del voto al peso del settore troverebbe giustificazione nell'ottica della *corporate governance*, con la ragione che, essendo il valore delle azioni settoriali dipendente dalla redditività di un *business group* (anche in considerazione della c.d. regola del doppio utile di cui all'art. 2350, comma 3, c.c.), i soci sarebbero meno incentivati a vigilare sull'andamento complessivo degli affari sociali. Si pronuncia invece in senso contrario all'ammissibilità di un voto "fluttuante" a seconda dell'andamento del corso di borsa delle azioni del comparto di riferimento G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 164 s.

⁸⁸ Proposta da M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 79 s.

⁸⁹ M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 529, il quale però giunge a questa conclusione in considerazione della disposizione, oggi abrogata, che vietava alle società aperte di emettere azioni a voto scaglionato o con tetti; V. SANTORO, *Commento all'art. 2351*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, I, Torino, 2003, p. 150; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 89; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 185.

⁹⁰ F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 110.

Occorre tuttavia domandarsi se la previsione del voto fluttuante sia vincolata o meno al rispetto del limite quantitativo stabilito dall'art. 2351, comma 2. Parte della dottrina si pronuncia affermativamente⁹¹, per cui le azioni a voto variabile non potrebbero rappresentare più della metà del capitale sociale. La soluzione a detto quesito sembra però dipendere da come il voto fluttuante è realizzato dal punto di vista *tecnico*. Se infatti la tecnica che si ritiene trovi applicazione in simile fattispecie è quella del voto limitato, scaglionato o condizionato, non può non convenirsi con chi predica l'applicazione anche in questo caso del limite summenzionato. Ma potrebbe forse riflettersi sulla differenza qualitativa intercorrente tra le tradizionali ipotesi di voto condizionato o limitato – attuate in società dove generalmente è presente un nucleo di controllo che intende contingentare la partecipazione dei cc.dd. soci esterni (di qui la ragionevole *ratio* del limite di cui all'art. 2351, comma 2) – e l'ipotesi ora in esame, dove è riscontrabile il (diverso) problema di un'effettiva divergenza degli interessi economici che potrebbe giustificare una diversa disciplina. Se si ritiene condivisibile quest'ultima considerazione, si potrebbe provare ad argomentare che tra le due ipotesi (voto limitato/scaglionato/condizionato da un lato, e voto fluttuante dall'altro) corre una differenza di fattispecie che non può giustificare un'identità di disciplina.

Un altro temperamento rispetto alla regola dell'unitarietà dell'organo assembleare è l'introduzione di speciali quozienti costitutivi e deliberativi che assicurino una certa condivisione della decisione tra le categorie di azionisti i cui titoli sono correlati ai diversi settori. Si potrebbe per esempio prevedere che una certa delibera debba ricevere il voto favorevole della maggioranza del capitale intervenuto in assemblea ma anche della maggioranza del capitale rappresentato da una o più determinate categorie di azioni correlate (per esempio, le categorie correlate ai settori economicamente più importanti).

Un ultimo temperamento, applicabile per il caso di delibere di nomina degli amministratori, potrebbe essere l'utilizzo del voto di lista. Grazie ad esso, tutti gli azionisti le cui azioni sono correlate ad un determinato comparto (appartengano essi alla medesima categoria ovvero a categorie differenti) potrebbero presentare una propria lista, cosicché il consiglio di amministrazione risulti rappresentativo degli interessi dei tutti, o quasi, i settori.

⁹¹ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 88 s.

In ogni caso, una struttura di governo centralizzata a livello assembleare può creare problemi di conflitti di interessi: è difatti evidente che ciascuna categoria di azionisti sarà propensa a votare nel modo più conveniente per il comparto cui sono correlati i suoi diritti patrimoniali⁹². Per evitare gli esiti negativi di simili situazioni, si potrebbe pensare di istituzionalizzare la suddetta divergenza di interessi conferendo all'organo assembleare una struttura federale⁹³, con la conseguenza che non tutti gli azionisti avrebbero competenza a prendere decisioni con riguardo a tutti i comparti.

La struttura federale dell'organo assembleare – come si è d'altronde già visto in riferimento all'organo amministrativo – può essere spuria o pura. È spuria quando vi è almeno una categoria di azionisti che ha diritto di voto su tutti i comparti. È invece pura quando non vi è una categoria di azioni con diritto di voto su tutti i comparti. Il criterio qui posto per stabilire se la struttura dell'organo assembleare sia centralizzata, federale pura o federale spuria risiede nella differenziazione della partecipazione all'assemblea in ragione dell'afferenza di un determinato argomento all'ordine del giorno al comparto interessato, non invece in ragione degli argomenti su cui l'assemblea è chiamata a deliberare.

Altra distinzione è tra una struttura federale perfetta ed una struttura federale imperfetta. È imperfetta la struttura se all'assemblea con competenza su un certo comparto partecipa almeno una categoria di azionisti le cui azioni attribuiscono il diritto di voto su uno o più altri comparti. La struttura è invece perfetta se, nell'assemblea, non vi è nessuna categoria di azionisti con diritti di voto su altri comparti⁹⁴. In quest'ultimo caso, si realizza una situazione diametralmente opposta a quella del modello centralizzato: infatti, all'assemblea partecipano esclusivamente azionisti con interessi economici omogenei, perché insistenti sul medesimo settore di attività.

Ovviamente, si potrebbero poi prevedere varie forme di ibridazione: ad esempio stabilendo che su taluni argomenti tutte le categorie di azioni vantino diritto di voto,

⁹² Si è peraltro condivisibilmente osservato in dottrina che oggi il rischio di conflitti di interessi cc.dd. “orizzontali” (cioè, tra soci) è significativamente ridimensionato dalla forte riduzione (anzi, elisione) delle competenze propriamente gestorie dell'assemblea: così U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 136; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 161; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 242; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 181.

⁹³ Cfr. U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 87, il quale sottolinea come potrebbe contribuire a dissipare il rischio di eventuali conflitti intra-societari l'attribuzione a ciascuna categoria di azionisti del diritto di voto sulla destinazione del risultato d'esercizio del relativo settore di attività.

⁹⁴ Può quindi riassumersi che se un governo federale è spurio, esso è necessariamente anche imperfetto; se invece il governo federale è puro, allora potrà configurarsi tanto come imperfetto quanto come perfetto.

mentre per altri abbiano diritto di voto solamente le azioni correlate al settore interessato.

Si tratta ora, di nuovo, di verificare se simili strutture di governo siano realizzabili secondo il diritto vigente.

Non sembrano esserci dubbi sulla possibilità di realizzare una struttura federale spuria: sarà infatti sufficiente limitare il diritto di voto di talune categorie di azioni alle delibere che concernono i comparti di loro interesse. Si pensi al caso in cui il capitale sociale sia rappresentato per metà da azioni ordinarie e per la restante metà da azioni correlate ai due settori di attività della società, con diritto di voto limitato agli argomenti riguardanti il comparto di correlazione: in tale ipotesi, vi è infatti una categoria di azioni (quelle ordinarie) che voto sempre, a prescindere dal comparto interessato, mentre le altre due categorie votano solo quando la delibera riguarda il comparto cui sono correlati i loro diritti patrimoniali. Nell'esempio fatto, oltretutto, la struttura federale spuria sarebbe perfettamente rispettosa del limite di cui al secondo comma dell'art. 2351.

Maggiori dubbi sorgono invece sulla possibilità di avere una struttura federale pura (non importa se perfetta o imperfetta), ove, lo si ripete, mancherebbe del tutto una categoria di azioni con competenza generalizzata sulla società.

Per verificare se sia ammissibile la previsione di una struttura di governo federale puro bisogna interrogarsi sulla corretta interpretazione dell'art. 2351, comma 2, laddove prescrive che vi debba essere almeno la metà del capitale sociale rappresentato da azioni a voto pieno. In particolare, occorre chiedersi se tale disposizione imponga che almeno metà del capitale sociale debba mantenere competenza decisionale sul totale dei comparti patrimoniali. La realizzazione di un sistema federale puro troverebbe infatti in tale norma un ostacolo laddove le azioni che attribuiscono diritto di voto esclusivamente su uno o più specifici comparti venissero considerate azioni a voto limitato.

Uno spunto in argomento può rinvenirsi in quanto osservato da attenta dottrina, secondo la quale l'attribuzione a ciascuna categoria di azionisti del diritto di voto sulla destinazione dell'utile di settore non costituirebbe tecnicamente una limitazione del diritto di voto⁹⁵: si potrebbe infatti sostenere che tale disposizione debba essere intesa

⁹⁵ Così U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 87 nt. 11, secondo cui, letteralmente, «[l]a concessione di un reciproco condizionamento del diritto di voto sulla distribuzione dell'utile potrebbe violare, ove la norma venisse strettamente interpretata, il limite quantitativo posto dall'art. 2351, comma 1°, c.c. Tuttavia si può legittimamente sostenere che l'attribuzione a ciascuna categoria di azionisti del diritto di voto sulla destinazione dell'utile di settore non costituisce tecnicamente una limitazione del

nel senso che le azioni a voto limitato ivi considerate sono quelle che attribuiscono il diritto di voto su alcuni soltanto degli argomenti rientranti nella competenza dell'organo assembleare, mentre non viene in rilievo nel caso in cui una categoria di azioni riconosca il diritto di voto su tutti tali argomenti, benché relativamente ad uno o più specifici comparti. Difatti, altro è dire che, ad esempio, una categoria di azioni ha diritto di voto su nomina e revoca ma non su compenso degli amministratori e che quindi ci deve essere una categoria di azioni che deve necessariamente avere diritto di voto su tutti gli argomenti (e un simile precetto, d'altronde, è perfettamente razionale e comprensibile), altro è invece dire che una categoria di azioni ha voto pieno (ossia, su tutti gli argomenti) ma *competenza* circoscritta ad un determinato comparto. Viene allora da chiedersi se sia possibile sostenere che in quest'ultimo caso il diritto di voto è pieno, in quanto ha ad oggetto tutti gli argomenti – tra quelli su cui l'organo assembleare è astrattamente chiamato a pronunciarsi – che riguardano un determinato comparto.

Nel cercare una risposta deve considerarsi un'altra circostanza rilevante: ossia l'evidente differenza tra compartimentazione interna ed esterna per quanto riguarda gli azionisti, poiché, in mancanza di compartimentazione esterna, si è visto che anche gli azionisti degli altri settori possono subire le perdite provocate da altre gestioni.

Nonostante quanto più sopra osservato, pare invero difficile – oggi – sostenere la prospettata interpretazione dell'art. 2351, comma 2: sembra dunque che questa norma, in mancanza di un'espressa riforma del legislatore al riguardo, debba intendersi nel senso che, se è ben possibile creare una struttura federale spuria, non sia possibile realizzare un organo assembleare a struttura federale pura (senza, quindi, nemmeno una categoria di azioni con diritto di voto esteso a tutti i comparti)⁹⁶.

diritto di voto. E che d'altronde allo stesso risultato si potrebbe pervenire attraverso la tecnica del contingentamento o dello scaglionamento del voto legittimata, per società chiuse, dall'art. 2351, comma 2, c.c.».

⁹⁶ E si veda difatti le considerazioni proposte in argomento da L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 122, il quale, pur ritenendo che gli strumenti finanziari emettibili su un patrimonio destinato possano avere natura azionaria, esclude tuttavia che sia possibile l'emissione di azioni ordinarie destinate a finanziare uno specifico affare; poiché infatti la loro emissione comporterebbe la costituzione di un'organizzazione di tutela della categoria, si giungerebbe all'inaccettabile risultato della coesistenza nell'ambito della stessa categoria azionaria di una duplice organizzazione: una comune alla compagine di tutti i soci, nella quale si compone l'interesse comune a questi (ove si acceda ad un'interpretazione di tipo contrattualista), l'altra correlata invece ai portatori di quelle azioni ordinarie la cui emissione abbia finanziato lo specifico affare; il che non parrebbe compatibile con lo statuto rigido della s.p.a. in materia di assemblea. Le azioni emettibili sul patrimonio destinato dovrebbero perciò necessariamente essere azioni di categoria speciale.

Dopo aver verificato le ipotesi strutturali astrattamente ammissibili, è ora necessario verificare se e come le stesse possano realizzarsi tenendo conto, da un lato, degli argomenti su cui, per legge, delibera l'assemblea e, dall'altro, delle regole di funzionamento di detto organo.

Partendo dal confronto con gli argomenti rimessi alla competenza deliberativa dell'organo assembleare, genericamente inteso, occorre in particolare chiedersi se tutti od alcuni di detti argomenti possano essere rimessi in via esclusiva agli azionisti correlati ad uno o più specifici comparti, realizzando così relativamente ad essi una struttura di governo federale. Dall'analisi dei singoli argomenti, ci si accorgerà che, in termini astratti, sarebbe in realtà realizzabile financo una struttura federale perfetta, essendo effettivamente possibile ipotizzare un sistema dove le votazioni sui singoli argomenti si svolgano in assemblee separate cui partecipano esclusivamente gli azionisti di comparto e non anche azionisti di altri comparti.

La prima competenza da analizzare è quella della nomina degli amministratori. Al riguardo parte della dottrina si è pronunciata in senso negativo, in quanto alla nomina di amministratori al di fuori della sede propria dell'assemblea generale degli azionisti osterebbe il disposto inderogabile di cui all'art. 2383, comma 1, c.c., che individuerrebbe come eccezioni solamente quelle contemplate dagli artt. 2351, 2449 e 2450 c.c.⁹⁷.

Altra parte della dottrina è invece favorevole ad una soluzione che attribuisca agli azionisti correlati il potere di nominare uno o più componenti del consiglio di amministrazione, considerando come la riforma, e in particolare il combinato disposto degli artt. 2368, comma 1, e 2351, comma 5, abbia conferito una grande flessibilità e una corrispondente apertura verso l'autonomia statutaria in tema di nomina degli amministratori⁹⁸. Lo statuto potrebbe poi prevedere che agli amministratori nominati in via riservata dagli azionisti correlati debba poi essere attribuita la delega di gestione del settore di correlazione⁹⁹ (secondo quanto si è visto nel precedente paragrafo), in questo modo accentuando ancora di più la separazione amministrativa a livello assembleare.

⁹⁷ A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2350*, cit., p. 300, il quale del pari esclude che agli azionisti correlati possa essere attribuito statutariamente il diritto di nominare uno o più gestori preposti alla gestione del settore di attività, in quanto una simile previsione contraddirebbe la riserva esclusiva agli amministratori, contenuta all'art. 2380-bis, comma 1, della gestione societaria, all'interno della quale rientra la nomina dei dirigenti.

⁹⁸ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 222; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 154, seppur in termini dubitativi; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 188 s.

⁹⁹ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 222; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 189.

Ancora, si è ammesso che lo statuto possa riservare agli azionisti correlati il potere di nominare propri fiduciari, dotati di poteri institori generali sul singolo settore¹⁰⁰.

Ipotizzando allora che la società emetta esclusivamente azioni correlate (circostanza, si è visto, tutt'altro che pacifica) e che a ciascuna categoria di esse venga riservato il potere di nominare uno o più amministratori di propria fiducia, sembrerebbe venirsi a creare, rispetto al potere di nomina dell'organo amministrativo, una struttura a ben vedere federale addirittura perfetta, in quanto gli azionisti di settore vanterebbero la competenza ad assumere una decisione, riguardante il loro comparto, che non condividerebbero con nessun'altra categoria di azionisti: l'assemblea per la nomina degli amministratori si svolgerebbe, appunto, con partecipazione esclusiva degli azionisti correlati. La formazione del consiglio di amministrazione potrebbe dunque costituire l'esito della votazione di tante assemblee separate, ciascuna composta unicamente dagli azionisti correlati ad un settore e deputata all'indicazione di un consigliere.

Ciò che caratterizzerebbe siffatta situazione è che, mentre se ci sono azioni a voto limitato, ci possono essere assemblee partecipate dai soli azionisti ordinari, che però hanno competenza generale (cioè su qualunque comparto della società), in questo caso, se ci sono azionisti ordinari, gli stessi non potranno partecipare all'assemblea volta ad esprimere l'amministratore o gli amministratori la cui scelta è, per statuto, riservata ai titolari di azioni correlate. In altre parole, una disposizione statutaria come quella in esame servirebbe a *riservare* agli azionisti correlati la nomina di un amministratore di propria fiducia; gli azionisti ordinari non potrebbero contaminare l'esito di questa indicazione partecipando alla relativa votazione, sarebbero pertanto esclusi da una tale assemblea ed avrebbero diritto di esprimere un loro amministratore in un'altra assemblea formata da essi soli e, eventualmente, da altri azionisti titolari di azioni speciali che non si distinguano in ragione della correlazione dei diritti patrimoniali all'andamento di un ramo dell'impresa societaria.

Si può invero aggiungere che la previsione della riserva agli azionisti di comparto del diritto di nominare uno o più amministratori non parrebbe costituire una limitazione del diritto di voto a norma dell'art. 2351, comma 2: infatti, nell'esempio, tutte le categorie di azioni considerate avrebbero il diritto di voto sull'argomento «nomina degli

¹⁰⁰ M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 529; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 222; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 193 s.

amministratori»; non vi è, a ben vedere, una categoria di azioni che non esprima voti in occasione di una tale delibera. La peculiarità si esprime sul piano della formazione della volontà dei soci: per cui si preferiscono, anziché un'unica votazione in cui prendono parte azionisti con interessi economici conflittuali, tante distinte votazioni cui partecipano (seppur all'interno di una fisiologica dialettica) solo azionisti accomunati da un interesse economico omogeneo. Non vi sarebbe pertanto un consesso comune per la nomina degli amministratori, bensì più assemblee distinte.

Un sistema del genere sarebbe peraltro ben diverso dal sistema del voto di lista. Infatti, nel caso in cui gli amministratori vengano nominati mediante voto di lista, vi è comunque un'unica assemblea nella quale votano tutte le categorie di azionisti: così, per calcolare le maggioranze occorre considerare, cumulativamente ed indifferentemente, i voti espressi da tutte le categorie di azioni. Nel caso di struttura federale perfetta, invece, per la nomina di un amministratore – non importa il fatto che poi quest'ultimo andrà a comporre un organo amministrativo di cui fanno parte altri amministratori nominati da altri azionisti – votano solo gli azionisti di quella certa categoria di azioni correlate e non altri; i voti che si contano per determinare il quoziente deliberativo sono soltanto quelli espressi da azionisti appartenenti ad una stessa categoria. Ciò è d'altronde quello a cui si riferisce la dottrina quando sostiene che si può riservare agli azionisti correlati la nomina di uno o più amministratori: ci sarà una delibera assunta non da tutte le categorie di azioni, ma solo dalle categorie che attribuiscono diritti patrimoniali correlati ad un settore (associato ad una forma di compartimentazione meramente interna ovvero anche esterna). In caso di assemblee separate, c'è quindi un'autoreferenzialità della categoria degli azionisti correlati, i quali sono messi in condizione di assumere una decisione (in ipotesi, la nomina di un amministratore) senza doverla condividere con nessun'altra categoria di azionisti¹⁰¹. Se quindi ci sono più categorie di azioni correlate, ci saranno altrettante assemblee di soli azionisti correlati a ciascun comparto e gli azionisti ordinari, se ci sono, nomineranno in un'assemblea separata un amministratore di loro fiducia¹⁰².

¹⁰¹ Occorre fare una precisazione: all'assemblea separata di cui si sta discorrendo nel testo potrebbero in realtà ben partecipare più categorie di azionisti, a condizione però che i rispettivi diritti patrimoniali siano pur sempre in qualche modo correlati all'andamento di un settore. Le differenti categorie si distinguerebbero perciò, ad esempio, per la presenza di privilegi nella partecipazione ai risultati del comparto, ovvero per i differenti diritti amministrativi eccetera.

¹⁰² Sembra che ciò sia quel che immagina M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 504, quando rileva come «la logica della separatezza patrimoniale (come ben illustra l'esperienza del *trust*) avrebbe probabilmente richiesto, per coerenza, la nomina di gestori indipendenti

Va in ogni caso precisato come questo non significhi necessariamente che, attraverso la tecnica appena descritta, si realizzi una struttura “di governo” federale perfetta, nel senso che degli affari del comparto si occupano solo gli azionisti di comparto: è infatti evidente come se altri azionisti non correlati ad esso hanno il diritto di nominare amministratori che avranno competenze gestorie anche su quel comparto, vi è un’indiretta ingerenza di altre categorie di azionisti sul medesimo comparto. Ma pare ciononostante importante registrare la fattibilità di una costruzione dove gli azionisti correlati si esprimono su un argomento di loro interesse (che non sia la modifica dei loro diritti ai sensi dell’art. 2376) senza la partecipazione di altre categorie di azionisti.

Più problematica sembra l’ipotesi di riservare agli azionisti di comparto la competenza a determinare il compenso degli amministratori dagli stessi nominati. Potrebbe tuttavia ritenersi legittima una previsione statutaria che, nel prevedere un tanto, precisi che il compenso grava esclusivamente sul comparto in discorso; in alternativa, in analogia a quanto previsto dall’art. 2389, comma 3, secondo periodo, potrebbe tenersi un’assemblea di tutti gli azionisti che individui una cifra massima per la remunerazione di tutti gli amministratori e per quelli settoriali in particolare; come potrebbe infine ovviarsi al problema determinando a priori in statuto il compenso degli amministratori settoriali, secondo quanto consentito dall’art. 2364, comma 1, n. 3).

Se si ammette che agli azionisti di settore possa essere riservata la nomina di uno o più amministratori, parrebbe conseguentemente possibile riservare ai medesimi azionisti correlati la competenza esclusiva a pronunciarsi sulla loro revoca. Quanto, invece, alla possibilità di riservare agli azionisti di comparto la delibera concernente l’esperimento dell’azione di responsabilità nei confronti degli amministratori dagli stessi nominati, essa si presta a maggiori obiezioni. Invero, per certi versi non parrebbero esservi ostacoli insormontabili: la valutazione dell’operato di un amministratore nominato dagli azionisti di settore potrebbe in effetti essere riservato a questi ultimi.

Deve tuttavia rilevarsi che le ultime due ipotesi si espongono alla decisiva obiezione per cui non sembra legittimo privare gli azionisti correlati agli altri comparti

(...). D’altra parte, una simile previsione avrebbe anche consentito di demandare correttamente la nomina del gestore ai soci in ipotesi di patrimonio destinato senza apporti di terzi o con apporti non azionari e viceversa ai portatori delle azioni rappresentative del patrimonio destinato in ipotesi di apporti di capitale».

della competenza a pronunciarsi sulla revoca e sull'esperimento dell'azione di responsabilità nei confronti di amministratori i cui poteri gestori si estendono anche sui comparti cui sono correlati i loro diritti patrimoniali. Infatti parrebbe difficilmente tollerabile una situazione in cui l'amministratore espressione degli azionisti di un comparto agisca a sistematico vantaggio di quest'ultimo, con correlativo svantaggio per gli altri comparti, e gli azionisti correlati a questi ultimi non possano esprimere un voto – che non significa necessariamente decidere – in ordine alla revoca o all'azione di responsabilità nei suoi confronti. Decisiva ai fini della legittimità o meno di simili previsioni potrebbe allora rivelarsi la circostanza che l'amministratore in discorso abbia o meno competenza gestoria circoscritta al comparto cui sono correlati gli azionisti con diritto esclusivo di votare sulla sua revoca e sulla sua responsabilità. Avendo però visto nel paragrafo precedente che una simile costruzione non può allo stato considerarsi legittima, parimenti invalide dovrebbero reputarsi eventuali clausole statutarie che riservino agli azionisti settoriali le delibere su revoca ed esperimento dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori dagli stessi nominati.

Si potrebbe tuttavia argomentare diversamente da quanto appena rilevato. Potrebbe infatti evidenziarsi come, in realtà, l'art. 2351, comma 2, renda perfettamente lecita la situazione in cui una categoria azionisti, pur vantando diritti sul patrimonio gestito da un consiglio di amministrazione sotto la vigilanza di un collegio sindacale, non ha alcun diritto di voto in ordine alla nomina e alla revoca tanto del primo quanto del secondo. Se dunque l'ordinamento tollera che degli azionisti subiscano la gestione di amministratori (e il controllo di sindaci) in ordine ai quali non hanno alcun potere di pronunciarsi, potrebbe ritenersi parimenti lecita una situazione in cui gli azionisti subiscono *il concorso nella gestione* di un determinato amministratore (che in ipotesi ha appunto poteri di governo anche del comparto cui i loro titoli sono correlati) senza poterlo revocare o senza deliberare l'azione di responsabilità nei suoi confronti in quanto punto di riferimento degli azionisti correlati ad un altro comparto. Oltretutto, una simile previsione opererebbe evidentemente a condizione di reciprocità: per cui nemmeno l'amministratore da loro espresso potrebbe venire revocato o convenuto in responsabilità su iniziativa degli azionisti correlati ad un comparto diverso.

Queste ultime considerazioni potrebbero far propendere per la validità anche di una clausola statutaria che riservi agli azionisti di comparto non solo la nomina di un "loro" amministratore – previsione questa, lo si ripete, per lo più già ammessa in

dottrina – ma anche la sua revoca e l’esperienza dell’azione di responsabilità nei suoi confronti; e ciò non solo nell’ipotesi, attualmente non realizzabile, in cui l’amministratore in discorso abbia competenze gestorie limitate al comparto di cui è espressione, ma anche nell’ordinaria ipotesi in cui detto amministratore abbia competenze gestorie estese a tutti i settori di attività societaria.

Ancora più complesso il discorso per quanto riguarda la competenza a deliberare sulla nomina, la revoca, il compenso e l’azione di responsabilità per quanto riguarda l’organo di controllo. I discorsi sopra svolti potrebbero infatti forse essere riproponibili anche in riferimento a tale organo laddove i comparti della società fossero contenuti in un numero (pervero piuttosto ampio) compreso tra due e cinque. In questa evenienza, infatti, si potrebbe tentare di riprodurre il sistema per cui ciascun azionariato settoriale esprime un membro del collegio sindacale e può assumere le altre delibere ad esso inerenti.

Qualora però i comparti fossero in numero superiore a cinque, verrebbe meno la possibilità di creare quella corrispondenza biunivoca tra un comparto ed un sindaco. Questo problema, tuttavia, pare invero più di ordine pratico che giuridico: una volta ammesso, secondo il disposto dell’art. 2351, comma 2, che possono esserci azionisti privi della possibilità di indicare preferenze circa gli amministratori e i sindaci (quali sono gli azionisti del tutto privi del diritto di voto ovvero privi del diritto di voto su tali argomenti), nulla impedirebbe infatti all’autonomia statutaria di disciplinare a piacere anche il concorso nelle delibere ora in esame di un numero di comparti superiore al numero dei sindaci.

L’obiezione più consistente resta invece quella per cui, avendo il collegio sindacale competenza inderogabilmente su tutti gli affari societari, potrebbe non ritenersi lecito privare gli azionisti correlati ad un comparto del potere di esprimersi in merito all’operato di sindaci che su quel comparto operano come organo di controllo. Se però si pone mente a quanto appena considerato a proposito degli amministratori, diverrebbe superabile anche quest’ultima obiezione. In tale prospettiva, allora, l’autonomia statutaria sarebbe libera di congegnare un sistema dove agli azionisti di comparto viene riservata la nomina di un sindaco (ovvero, laddove i comparti siano in numero maggiore di quello dei membri del collegio sindacale, potrebbe prevedersi che all’assemblea deputata alla nomina di un sindaco partecipino due o più categorie di azioni correlate a comparti diversi ma, per esempio, appartenenti ad un medesimo

settore merceologico o commerciale della società), ma viene al contempo loro riservata anche la delibera di revoca e dell'esperimento dell'azione di responsabilità nei suoi confronti.

In un sistema così congegnato, la nomina del presidente del collegio sindacale potrebbe alternativamente essere rimessa al collegio stesso, che dovrebbe provvedere ad individuare al proprio interno detta figura, oppure stabilita dallo statuto attraverso vari criteri: per esempio, attraverso un criterio turnario, per cui ad ogni rinnovo del collegio sindacale il ruolo di presidente spetta al sindaco nominato dagli azionisti di un comparto diverso; oppure un criterio di preponderanza, per cui è presidente il sindaco nominato dal comparto che al momento della formazione del collegio ha le maggiori dimensioni economiche; e così via.

Per quanto riguarda la delibera di determinazione del compenso dei sindaci, paiono qui riproponibili le medesime riflessioni precedentemente condotte a proposito del compenso degli amministratori settoriali.

Difficile invece ipotizzare di riservare agli azionisti correlati la nomina del revisore o della società di revisione, la cui revisione non può non coprire l'intera attività dell'impresa societaria. Questo, pertanto, si ritiene rimanga un argomento necessariamente rimesso ad un'assemblea comune di tutte le categorie di azioni (cui il voto su questa materia, ovviamente, non sia stato privato a norma dell'art. 2351, comma 2). Tuttavia, nell'ipotesi contemplata all'art. 2447-ter, comma 1, lett. f), in cui, non essendo la società già dotata di una società di revisione e dovendo perciò la delibera di costituzione del patrimonio separato indicarne una cui affidare «la revisione dei conti dell'affare», può pensarsi che, essendo tale società incaricata della revisione legale del singolo comparto, lo statuto possa riservare agli azionisti ad esso correlati la sua nomina, di cui successivamente gli amministratori dovranno dare conto nella delibera di costituzione del patrimonio destinato.

Sembra potersi ammettere senza problemi che le autorizzazioni di cui al n. 5) dell'art. 2364 possano essere riservate agli azionisti appartenenti alla categoria delle azioni correlate al comparto interessato dalla scelta gestoria da autorizzare; ciò, indipendentemente dal fatto che gli amministratori che devono poi attuare l'operazione autorizzata siano comuni a tutti i comparti ovvero abbiano – nell'ipotesi oggi solo teorica più sopra ventilata – competenze circoscritte al comparto interessato dall'operazione. Né pare possano sorgere dubbi circa il comparto interessato dalla

decisione da autorizzare e quindi la categoria di azionisti correlati competenti ad autorizzare la decisione: poiché, infatti, l'attuazione della scelta gestoria autorizzata dovrà necessariamente avvenire con la menzione del comparto cui imputare gli effetti giuridici degli atti così compiuti, sarà sufficiente avere riguardo a tale elemento per stabilire la categoria di azionisti competente a rilasciare l'autorizzazione richiesta dallo statuto.

Se poi la decisione dovesse essere attuata con effetti imputabili a più comparti, deve ritenersi necessaria l'autorizzazione di tutte le categorie di azioni correlate coinvolte; nel caso in cui l'organo amministrativo non dovesse poi ottenere l'autorizzazione di tutte le categorie, in mancanza di diversa previsione statutaria, può immaginarsi che la scelta gestoria non possa essere attuata nei confronti dei comparti che non hanno concesso l'autorizzazione. Il che evidentemente significa che, qualora non sia possibile un'applicazione selettiva e frazionata dell'operazione in discorso, questa non potrà aver luogo nella propria interezza.

Occorre ora chiedersi se sia possibile, secondo il diritto positivo, realizzare una struttura federale perfetta in riferimento a tale genere di deliberazioni.

In senso contrario deporrebbe la lettera dell'art. 2351, comma 2: questa disposizione, infatti, nel prescrivere che almeno metà del capitale sociale sia rappresentato da azioni a voto pieno, parrebbe precludere la realizzazione della fattispecie in cui vi siano deliberazioni di autorizzazione riservate agli azionisti di un settore e deliberazioni di autorizzazione riservate agli azionisti di un altro settore, senza che, quindi, vi sia una categoria di azioni con diritto di voto su entrambe le autorizzazioni in ipotesi. Una limitazione del diritto di voto in ragione del comparto interessato da una certa operazione potrebbe perciò avvenire nel senso che, ad esempio, ad una categoria di azionisti correlati viene attribuito il diritto di voto limitatamente alle delibere di autorizzazione di determinate operazioni che riguardano il comparto di loro correlazione, mentre non hanno diritto di voto sugli altri argomenti di competenza assembleare; per converso, vi sarebbe però almeno un'altra categoria di azioni (in specie quelle ordinarie) che vantano diritto di voto su tutti gli altri argomenti *e perciò anche* su questo. Ma ciò significa che non è possibile, ai fini dell'assunzione di una simile deliberazione, costituire un'assemblea riservata agli azionisti di settore e chiusa a tutte le altre categorie (che non siano ad esso correlate).

Potrebbe però proporsi una differente argomentazione. Ci si chiede se la norma da ultimo citata non possa interpretarsi nel senso di prescrivere che vi sia almeno la metà del capitale sociale dotato del diritto di voto su tutte le delibere *necessarie* dell'assemblea (ossia, per intendersi, quelle di cui ai nn. 1-4 dell'art. 2364, oltre a quelle di competenza dell'assemblea straordinaria); le delibere di cui al n. 5 dell'art. 2364 sarebbero invece meramente *eventuali*: nel senso che lo statuto *può* prevedere queste deliberazioni dell'assemblea, ma non è affatto prescritto che l'organo assembleare debba avere una simile competenza, non essendo a ben vedere essenziale al fisiologico funzionamento della società. Ebbene, sulla scorta di questa considerazione, potrebbe argomentarsi che nell'eventualità in cui tale genere di delibere sia previsto, la competenza alla loro adozione possa rimettersi anche ad una o alcune soltanto categorie di azioni ma non a quella (o quelle) che soddisfano il precetto di cui al secondo comma dell'art. 2351.

Se quanto appena osservato fosse condivisibile, potrebbe ipotizzarsi che lo statuto introduca delle competenze autorizzative in capo all'assemblea, ma riservi l'assunzione della relativa delibera esclusivamente alle azioni correlate al comparto interessato dall'operazione da autorizzare. Con riguardo a tale argomento, pertanto, sarebbe possibile creare una struttura federale pura e perfino perfetta dell'organo assembleare.

Quando poi venga impressa struttura compartimentale all'assemblea relativamente ad alcuno degli argomenti sin qui richiamati, non pare potersi revocare in dubbio che all'assemblea settoriale così creata possa rimettersi in via esclusiva l'approvazione del relativo regolamento assembleare.

Occorre, infine, approfondire il tema del "bilancio" di comparto.

Un primo tema è se il rendiconto cui accennano l'art. 2350, comma 2, e l'art. 2447-*septies*, comma 2, necessiti o meno di una specifica approvazione.

Parte della dottrina che si è occupata delle società emittenti azioni correlate ha sostenuto la tesi per cui anche il rendiconto settoriale debba essere approvato dai soci¹⁰³.

La dottrina che si è occupata del rendiconto dell'affare cui sono destinati patrimoni separati, invece, è divisa sulla necessità di specifica approvazione. Parte degli autori ha ritenuto che ciò non sia necessario, in quanto il rendiconto costituirebbe un allegato al bilancio di esercizio della società con mera valenza informativa per soci e

¹⁰³ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 170.

terzi¹⁰⁴. Altri, invece, ritengono che anche il rendiconto dell'affare debba essere soggetto ad approvazione dei soci¹⁰⁵.

In un caso e nell'altro, sembrano essere più persuasivi gli argomenti a sostegno di una necessaria specifica approvazione del rendiconto di comparto: non sembrerebbe corretto, infatti, riconoscergli una mera funzione informativa, poiché, al pari del bilancio d'esercizio, costituisce il documento determinante la grandezza numerica in concreto dei diritti patrimoniali degli azionisti correlati.

Se dunque si ritiene obbligatoria la specifica approvazione del rendiconto, occorre chiedersi se essa possa essere riservata agli azionisti correlati al comparto cui il rendiconto si riferisce.

Un argomento in senso contrario potrebbe porsi nell'ipotesi – la sola, si è visto, realizzabile per il diritto vigente – di compartimentazione meramente interna del capitale sociale. In questo caso, infatti, potrebbe valorizzarsi la circostanza per cui le perdite riportate da un settore possono arrivare ad erodere anche la parte di capitale sociale rappresentato da azioni correlate ad un settore diverso, per sostenere che debba essere riconosciuto un interesse degli azionisti correlati agli altri settori a deliberare sull'approvazione del bilancio compartimentale.

Una soluzione favorevole parrebbe invece prospettabile non solo nell'ipotesi – al momento solamente teorica – di compartimentazione esterna anche del capitale sociale (ossia, di un capitale sociale settoriale autonomo ed indipendente da quello proprio di altri settori), ma anche nel caso della compartimentazione meramente interna, laddove si ritenga corretto far leva sull'argomento, sopra proposto, per cui l'ordinamento positivo già tollera che vi siano categorie di azionisti del tutto prive del diritto di voto in ordine all'approvazione del bilancio sociale, da cui dipende (anche) la consistenza dei loro diritti patrimoniali. Se dunque l'ordinamento ammette che vi siano degli azionisti che subiscono del tutto la determinazione altrui (ossia, degli altri soci con diritto di voto), parrebbe invero accettabile una costruzione che al più potrebbe anche condurre ad incidere sui diritti patrimoniali degli altri azionisti.

Per quanto riguarda, invece, il bilancio della società nel suo complesso (quello che nelle conclusioni del secondo capitolo è stato equiparato ad un bilancio consolidato), nel caso di gruppo endosocietario a struttura patrimoniale orizzontale, non sembra

¹⁰⁴ G. GIANNELLI, *Commento agli artt. 2447 sexies/2447 septies*, cit., p. 1252; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 293.

¹⁰⁵ F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 55.

argomento per il quale possa immaginarsi una riserva esclusiva agli azionisti di un comparto in particolare. Quando invece la struttura patrimoniale del gruppo endosocietario sia verticale e vi sia perciò un comparto “base”, che magari funge da “cassa” centralizzata, potrebbe opinarsi diversamente: se cioè si ritenesse condivisibile l’argomento avanzato nel capoverso precedente, potrebbe riservarsi agli azionisti correlati a detto comparto “centrale” l’approvazione del bilancio complessivo – o consolidato – della società.

Particolare attenzione merita il caso della competenza alla deliberazione in ordine alla destinazione degli utili settoriali. Parte della dottrina che si è occupata del tema ritiene che gli azionisti correlati maturino un diritto alla distribuzione dell’utile di settore nel momento in cui viene approvato un bilancio da cui risultano utili di settore distribuibili anche a norma dell’art. 2350, comma 3¹⁰⁶. Secondo questa tesi non sarebbe perciò necessario ipotizzare una compartimentazione delle competenze, visto che non occorrerebbe nemmeno una deliberazione assembleare in tal senso.

Peraltro, la medesima dottrina osserva che, se non occorre una delibera assembleare perché gli azionisti correlati acquistino il diritto alla distribuzione dell’utile di settore, potrebbe esserci una delibera dell’assemblea generale (cui partecipano tutte le categorie di azionisti) che decide di non distribuire gli utili di quel comparto¹⁰⁷ (per destinarli all’autofinanziamento dello stesso, qualora la correlazione sia pura, oppure per “spalmarlo” anche sugli altri comparti, nel caso in cui invece la correlazione sia spuria); in questo caso, infatti, partecipando all’assemblea tutte le categorie di azionisti (e potendo anzi queste avere un peso determinante ai fini della decisione rispetto agli azionisti correlati), la decisione di portare a nuovo gli utili di una determinata divisione sarà espressione della volontà di categorie di azionisti diverse da quella che ha diritto agli utili di cui si delibera la non distribuzione¹⁰⁸.

Sulla scorta di queste considerazioni, sembra allora, in primo luogo, maggiormente convincente la tesi di chi sostiene che debba comunque esserci una delibera di distribuzione degli utili anche di settore¹⁰⁹. In secondo luogo, ed anche

¹⁰⁶ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 228.

¹⁰⁷ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 228.

¹⁰⁸ Fattispecie e problema evidenziati da A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 228 s., il quale evidenzia come in simile circostanza verranno in rilievo il principio di parità di trattamento tra soci o categorie di azionisti, unitamente al principio di buona fede e correttezza.

¹⁰⁹ Così U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 67 s.; P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 227, testo e nt. 110; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 111; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit.,

prescindendo dalla soluzione offerta al primo problema, può ritenersi possibile compartimentare sia il potere di decidere la distribuzione degli utili di settore sia quello – apparentemente il solo preso in considerazione dalla dottrina che si è occupata dal tema – di decidere la non distribuzione degli utili stessi. In altre parole, si ritiene condivisibile l'opinione di quegli autori che ritengono ammissibile l'attribuzione a ciascuna categoria di azioni del diritto di voto sulla destinazione del risultato d'esercizio del relativo settore d'attività¹¹⁰.

Venendo agli argomenti di competenza dell'assemblea straordinaria, deve essere riproposto anche in questa sede il quesito vertente sulla possibilità di riservare agli azionisti correlati talune modifiche statutarie che interessino specificamente il loro comparto.

La soluzione negativa potrebbe agevolmente basarsi sulla considerazione del fatto che lo statuto rappresenta un documento indiscutibilmente comune a tutta la società, per cui pare difficile poterne riservare una modifica ad alcuni azionisti soltanto.

Ancora una volta, tuttavia, potrebbe rivelarsi decisivo ricordare come l'ordinamento tolleri modificazioni statutarie deliberate anche da una sola categoria e vincolanti per le altre. In simile circostanza, tuttavia, l'art. 2376 prescrive alla società di ottenere il consenso anche degli azionisti, in ipotesi privi del diritto di voto in tema di modifiche statutarie, i cui diritti vengano modificati da tali delibere. Dunque, il sistema del diritto societario attuale non pare tollerare modifiche statutarie unilateralmente decise da una categoria con effetti anche per un'altra; è invece sempre richiesto il consenso di almeno la maggioranza (qualificata) degli azionisti della categoria speciale colpita.

Sembra quindi di poter concludere che il legislatore non ha tanto prescritto che la delibera dell'assemblea straordinaria veda la necessaria partecipazione di tutte le categorie di azioni, ben potendo essere adottata da un'unica categoria. Quel che viene piuttosto prescritto è il consenso, ottenuto secondo la disciplina delle assemblee speciali di cui all'art. 2376, delle categorie di azioni i cui diritti vengono modificati dalla delibera.

p. 176; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 67 e p. 87, i quali condivisibilmente fanno però salva la facoltà di una diversa disposizione statutaria.

¹¹⁰ Così U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 87 s.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 108.

Proseguendo su queste considerazioni, si potrebbe perciò ritenere ammissibile riservare alle azioni di comparto la competenza a deliberare le modifiche statutarie concernenti il proprio comparto di riferimento¹¹¹; con l'ulteriore precisazione che, laddove simili modifiche dovessero produrre degli effetti anche per una o più altre categorie di azioni, queste non sarebbero affatto costrette a subire supinamente gli effetti essendo necessario, ai fini dell'efficacia della delibera, il consenso della categoria quale formatosi nell'assemblea speciale.

In ogni caso, non v'è dubbio che anche qualora sia un'assemblea a struttura centrale ad assumere la delibera modificativa dello statuto, troverà applicazione la disciplina delle assemblee speciali di cui all'art. 2376 per le delibere pregiudizievoli per i loro diritti¹¹²; per cui, a ciascuna categoria di azioni correlate, rapportate a settori diversi dell'attività sociale, corrisponderà una assemblea speciale¹¹³.

¹¹¹ Si è condivisibilmente osservato che qualora lo statuto riservi il diritto di voto sulle modifiche dei diritti attribuiti alle azioni correlate ai soli titolari delle relative azioni, non sarebbe neppure applicabile l'art. 2376 c.c., venendo meno le esigenze di tutela che sottendono la disposizione appena citata: U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 96.

¹¹²A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1296; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 94 s.

¹¹³A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1306. V. M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 195 ss., il quale ha individuato una serie di operazioni che, arrecando pregiudizio ad una categoria di azioni correlate, devono essere approvate dalla rispettiva assemblea speciale: (i) modifica dei diritti attribuiti alle azioni correlate, con la precisazione che se la modifica riguarda «i diritti di voto o di partecipazione» gli azionisti che non abbiano concorso alla relativa deliberazione avranno diritto di recedere dalla società, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.; (ii) conversione delle azioni correlate in altra categoria di azioni, nel caso in cui tale operazione non fosse prevista nello statuto; (iii) l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione che pregiudichi i diritti dei titolari di azioni correlate; (iv) l'aumento di capitale a pagamento con emissione di nuove azioni, non proporzionale o che non coinvolga tutte le categorie di azioni emesse dalla società; (v) la riduzione di capitale ai sensi dell'art. 2445 c.c. mediante a) liberazione dall'obbligo dei conferimenti ancora dovuti a favore solo di alcuni soci ovvero b) estrazione a sorte delle azioni da rimborsare e quindi da liberare integralmente ovvero ancora c) acquisto ed annullamento delle azioni (salvo il caso di riduzione di un numero proporzionato di azioni per ogni socio, che non dà luogo ad alcun pregiudizio); (vi) fusione, a condizione che, all'esito della predetta operazione: a) le azioni correlate vengano eliminate dalla struttura finanziaria della società risultante dalla fusione; b) le azioni correlate, pur presenti nella struttura finanziaria della società incorporante o comunque risultante dalla fusione, avessero caratteristiche diverse e peggiori rispetto a quelle emesse dalla società incorporante o incorporata; c) non venisse rispettata, specificamente ai danni degli azionisti correlati, l'originaria proporzione tra le varie categorie di azioni emesse dalla società incorporante o incorporata; (vii) scissione o trasformazione eterogenea, nel caso in cui all'esito delle stesse le azioni correlate fossero eliminate dalla struttura finanziaria della società ovvero ne venisse modificata in senso peggiorativo la disciplina o il rapporto con le altre categorie (salvo, in caso di trasformazione, il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. b), per i soci che non abbiano concorso all'approvazione della delibera); (viii) la cessazione dell'attività e/o la cessione del "settore correlate". L'Autore precisa però (p. 198 s.) che le delibere sopra menzionate non saranno soggette all'approvazione dell'assemblea speciale dei titolari delle azioni correlate nel caso in cui le modifiche ai diritti delle stesse azioni correlate conseguenti a tali delibere siano previste dallo statuto ovvero qualora lo statuto escluda espressamente la necessità di tale approvazione o ancora qualora lo statuto riservi il diritto di voto sulle modifiche peggiorative dei diritti attribuiti alle azioni correlate ai soli titolari delle relative azioni. A proposito dell'organizzazione di categoria, si è correttamente osservato in dottrina (U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 37 s.) che qualora la correlazione ai risultati di un

Tra le delibere dell'assemblea straordinaria che potrebbero riservarsi agli azionisti di comparto potrebbero figurare anche quelle di aumento di capitale; ciò, nel caso in cui i conferimenti dovessero essere destinati esclusivamente ad un determinato comparto, ovvero nell'ipotesi – attualmente solo teorica – di capitale sociale autonomo del comparto.

In caso di aumento di capitale, emerge il tema, ad esso correlato, della titolarità del diritto di opzione. In caso di aumento di capitale a pagamento, è necessario prima chiedersi a favore di quale comparto detto aumento è, in ultima istanza, destinato: ciò sia nel caso di compartimentazione anche esterna (ipotesi, come si è vista, di dubbia attuabilità allo stato attuale), sia nel caso di compartimentazione meramente interna (ove, cioè, siano state emesse azioni correlate). Una volta chiarito questo aspetto, le azioni di nuova emissione non dovrebbero essere offerte in opzione a tutti gli azionisti indistintamente, bensì ai soli azionisti che su quel comparto vantano diritti patrimoniali (quindi, gli azionisti ad esso correlati e gli eventuali azionisti ordinari che anche su quel comparto vantano diritti), nel rispetto delle rispettive proporzioni¹¹⁴. Qualora l'emissione di nuove azioni non rispetti il criterio di proporzionalità, il diritto di opzione spetterà a ciascuna categoria di azionisti secondo il c.d. principio di prossimità prioritaria sancito dall'art. 145, comma 8, T.u.f. ma ritenuto di portata generale¹¹⁵.

In caso invece di aumento di capitale gratuito, la soluzione dipenderà dalla provenienza delle riserve distribuite: le azioni emesse gratuitamente in conseguenza dell'imputazione a capitale delle riserve di un determinato comparto dovranno ragionevolmente essere assegnate agli azionisti del comparto medesimo.

settore venga applicata ad azioni emesse come azioni di risparmio, allora troverà applicazione la disciplina sull'organizzazione di categoria, con conseguente maggior tutela per tale tipologia di azionisti: per cui troverà applicazione la normativa che prevede in taluni casi il necessario intervento dell'assemblea speciale di categoria oltre alla figura del rappresentante comune al quale compete l'esercizio di poteri di controllo ed intervento, tra i quali quello di impugnare le delibere assembleari lesive dei diritti della categoria.

¹¹⁴ V. M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 190 s., ad opinione del quale potrebbe ritenersi che sia ammissibile, se non opportuno considerato il problema del c.d. *retained interest* (ossia, quella particolare situazione, generalmente foriera di significativi conflitti endosocietari, in cui gli azionisti dell'emittente possiedono sia azioni correlate, o diverse categorie di azioni correlate, sia azioni ordinarie), prevedere che nelle società emittenti azioni correlate il diritto di opzione spetti esclusivamente ai titolari della categoria di azioni oggetto della singola emissione e non a tutti gli azionisti indistintamente. Conf. F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 111 s. In tema di aumento di capitale a pagamento da parte di società emittenti azioni correlate, si veda anche P. DE BIASI, *«Burro e cannoni»: le alphabet stock*, cit., p. 826 s.

¹¹⁵ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 91; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 190.

Struttura federale dovrebbe potersi dare anche alla nomina dei liquidatori del comparto¹¹⁶, nonché a delibere riguardanti la fusione o la scissione che interessi non già la società nella sua interezza, bensì il singolo comparto¹¹⁷.

Un secondo problema da affrontare – se si vuole di natura squisitamente dogmatica – è se in un sistema federale esistano più organi assembleari distinti, ovvero un'unica assemblea che semplicemente si riunisce in composizioni diverse.

Al riguardo, in dottrina si è ritenuto che le assemblee cui eventualmente riservare competenze esclusive in ordine ad uno specifico comparto dovrebbero essere le assemblee speciali di cui all'art. 2376, delle quali lo statuto dovrebbe ampliare le competenze deliberative in modo da rimettere, anziché all'assemblea generale di tutti i soci, esclusivamente agli azionisti del settore, raggruppati nella relativa assemblea speciale, determinate decisioni riguardanti precipuamente il settore¹¹⁸.

L'istituto citato non pare tuttavia del tutto pertinente. Quella prevista all'art. 2376 costituisce difatti un'assemblea con competenze ben specificate dal legislatore ed estranee al discorso condotto in tema di struttura federale dell'organo assembleare. Le assemblee speciali servono tecnicamente a realizzare una deroga al generale principio del diritto contrattuale comune per cui un contratto si modifica con il consenso di entrambe le parti; grazie al meccanismo della sufficienza del consenso della maggioranza qualificata degli azionisti della categoria di cui s'intendono modificare i diritti, diviene allora possibile modificare il rapporto contrattuale individuale intercorrente tra la società e gli azionisti di categoria assenti, astenuti o dissenzienti (purché, appunto, in minoranza), di cui non è quindi essenziale l'assenso.

¹¹⁶ Una simile ipotesi evidentemente presuppone che il singolo comparto sia liquidabile in modo indipendente dalla società. L'ipotesi in realtà è già positivamente prevista: l'art. 2447-*novies* enumera infatti delle cause di scioglimento non già della società unitariamente intesa, bensì del singolo patrimonio destinato ad uno specifico affare. Questo infatti deve essere liquidato «[q]uando si realizza ovvero è divenuto impossibile l'affare» (comma 1), nonché, su istanza dei creditori del comparto, «[n]el caso in cui non siano state integralmente soddisfatte le obbligazioni contratte per lo svolgimento dello specifico affare» (comma 2); ipotesi cui pare ragionevolmente potersi aggiungere quanto meno la scadenza del termine eventualmente prefissato nella delibera costitutiva. Se dunque vi sono delle ipotesi specifiche di liquidazione del singolo patrimonio destinato, potrebbe non essere invero del tutto inverosimile riservare ad un'assemblea composta unicamente dagli azionisti a tale patrimonio correlati la delibera in ordine alla nomina e agli altri aspetti rimessi dal legislatore alla competenza dell'assemblea straordinaria in occasione del verificarsi di una causa di scioglimento.

¹¹⁷ Di queste operazioni si tratterà nell'ultimo capitolo. Basti qui brevemente anticipare che una ricostruzione della fattispecie “società multicompartimentale” come “gruppo endosocietario” consente di conferire ai vari comparti quell'autonomia necessaria ad ipotizzarne, al pari dei fondi d'investimento, autonomi eventi di trasferimento, fusione o scissione. Ebbene, laddove si potesse realizzare la fattispecie del “gruppo endosocietario”, potrebbe forse pensarsi di conferire all'organo assembleare una struttura federale perfetta in ordine alle delibere concernenti le operazioni straordinarie *di comparto*.

¹¹⁸ A. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 80.

Ma non sembra una soluzione del tutto appagante quella che ravvisi nelle assemblee composte unicamente dagli azionisti di comparto delle assemblee “separate”. Queste, infatti, evocano una contrapposizione rispetto ad un’assemblea generale cui partecipano tutte le categorie di azionisti con diritto di voto. Nel caso della struttura federale dell’organo assembleare, invece, viene operata una netta separazione delle *competenze* e in ragione di queste vengono individuati gli azionisti ammessi a partecipare ad una certa deliberazione.

Pertanto, sembra più corretto descrivere anche il sistema di governo federale perfetto come composto da un unico organo assembleare, tale dovendosi intendere l’organo che raccoglie gli investitori che assumono la qualifica di azionisti. Più semplicemente, a seconda degli argomenti l’assemblea si riunirà in differenti composizioni, partecipando alla stessa di volta in volta categorie di azionisti differenti; si svolgerà eventualmente secondo quanto prescritto, in riferimento a ciascuna composizione, dal correlativo regolamento assembleare nonché, a seconda degli argomenti all’ordine del giorno, dalle norme relative all’assemblea ordinaria o straordinaria.

Il problema delle assemblee a struttura federale è legato alle possibili complicazioni nella ricostruzione del soggetto o dei soggetti che hanno il controllo della società. Con un sistema federale si dovrebbe passare ad un’impostazione che riconosce il controllo (non più della società, bensì) del singolo comparto e, di conseguenza, si dovrebbe parlare di controllo della società contestualmente da parte di più soggetti, ossia da parte di coloro che controllano ciascun singolo comparto¹¹⁹. In dottrina è stato evidenziato come potrebbe venirsi a creare una fattispecie di controllo congiunto, essendo possibile che singole divisioni interne alla società siano oggetto di un mutamento del controllo. Tale cambiamento non coinvolgerebbe la società nel suo complesso, con l’effetto che le azioni correlate potrebbero costituire uno strumento che, opportunamente utilizzato, può consentire di qualificare l’investimento del terzo non solo sul piano dei diritti patrimoniali, ma anche sotto il profilo dei diritti di partecipazione alla gestione di quel ramo di attività da cui dipende la redditività del suo investimento¹²⁰.

¹¹⁹ Si vedano le riflessioni in proposito proposte da A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 222 s., per il quale un simile problema sorgerebbe nel momento in cui si riconoscessero agli azionisti correlati particolari e penetranti poteri in merito alla gestione del comparto.

¹²⁰ Così G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, cit., p. 1336 (e p. 1339 s.), i quali propongono il seguente esempio: «[c]onsideriamo il caso di una società per azioni in cui uno dei

Altro problema è su quale base debbano calcolarsi i quozienti costitutivi e deliberativi riferiti al capitale sociale. In proposito, si fa una prima considerazione: se – qualora lo diventasse possibile – il comparto patrimoniale avesse un capitale proprio, è ad esso che andrebbero riferiti i parametri costitutivi e deliberativi¹²¹. Fintanto che, invece, il capitale sociale rimane unico, la base di calcolo dovrà determinarsi sulla sola frazione di capitale sociale rappresentata dalle azioni correlate chiamate a deliberare (dovendosi cioè calcolare i quozienti costitutivi e deliberativi con esclusivo riferimento ad essa).

Altro aspetto interessante che potrebbe verificarsi è la possibilità per un comparto di acquistare partecipazioni (e quindi, oltre a diritti patrimoniali, anche diritti amministrativi) in un altro comparto. Ove ciò dovesse ritenersi possibile, i diritti di voto dovrebbero spettare agli amministratori del comparto.

3.3. (segue) *La base: i portatori di strumenti finanziari.*

Occorre ora passare ad esaminare i diritti amministrativi attribuibili dagli strumenti finanziari di partecipazione all'affare, di cui all'art. 2447-ter, lett. e). Trattasi degli strumenti rappresentativi di una partecipazione ad un settore isolato attraverso una compartimentazione non solo interna ma anche esterna. Nel caso di compartimentazione meramente interna, sarà applicabile la disciplina propria degli strumenti finanziari di cui

soci detenga una partecipazione pari al 40% del capitale sociale, costituita da azioni correlate ad un determinato ramo di attività della società e il socio maggioranza sia titolare del restante 60% rappresentato, quanto al 30%, da azioni ordinarie e, quanto al 30%, da azioni con diritto di voto limitato ai sensi dell'art. 2351, secondo comma. In particolare, tali azioni sarebbero, per espressa previsione statutaria, sprovviste del diritto di voto in assemblea in relazione a deliberazioni riguardanti il ramo di attività "correlato". Ipotizziamo, altresì, che lo statuto preveda, ai sensi del nuovo art. 2364, primo comma, n. 5, che gli atti degli amministratori che incidono sull'indirizzo della gestione delle attività predette debbano essere preventivamente autorizzati dall'assemblea dei soci. In questo caso, la maggioranza in seno al consiglio di amministrazione (o altro organo di gestione, a seconda del modello di *corporate governance* prescelto) sarebbe espressione del socio di maggioranza al quale, dunque, in prima battuta, verrebbe di ricondurre i poteri di indirizzo e gestione della società. Tuttavia, tale conclusione non pare esaustiva. Le decisioni che influiscono sull'indirizzo di quella parte dell'impresa sociale cui sono correlate le azioni del socio di minoranza, quantunque assunte con il voto favorevole della maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo, dovrebbero, ai termini dello statuto, essere autorizzate dall'assemblea dei soci. In tale ultima sede, il voto del socio di maggioranza conterebbe solo per il 30% del capitale sociale, in quanto le azioni rappresentative del restante 30% della partecipazione dallo stesso detenuta sarebbero sprovviste del diritto di voto in relazione alle deliberazioni riguardanti la divisione "correlata". Il che equivale a dire che, in questo particolare contesto, il socio di minoranza disporrebbe di un potere di veto sulle decisioni adottate dagli amministratori».

¹²¹ In ipotesi in cui l'assemblea abbia competenze su più di un comparto, allora il capitale di riferimento dovrà essere dato sulla somma dei singoli capitali, quando lo statuto non preveda diversamente (ad esempio, disponendo che il capitale su cui calcolare il quoziente costitutivo è quello dello specifico comparto interessato dalla singola delibera per cui è stata convocata la singola assemblea).

agli artt. 2346, comma 6, e 2411, comma 3, e ciò anche per quanto riguarda i diritti amministrativi da essi attribuibili¹²².

Dopo aver approfondito il tema della compartimentazione del governo societario relativamente agli azionisti, si deve considerare il ruolo che nello stesso sistema possono assumere i titolari degli strumenti finanziari di partecipazione all'affare di cui all'art. 2447-ter, comma 1, lett. e)¹²³. Sussistono infatti dubbi circa la possibilità di attribuire loro diritti amministrativi e, in particolare, il diritto di voto su argomenti che ne consentano una qualche partecipazione al governo del comparto cui sono correlati i loro diritti. Il dato normativo, nel richiedere che la delibera di costituzione del patrimonio destinato indichi i "diritti che attribuiscono", offre in proposito spunti non dirimenti. Il problema interpretativo più delicato, quindi, consiste nel definire il rapporto tra questa fattispecie di strumenti finanziari e quelli menzionati agli artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, che per espressa disposizione di legge possono attribuire diritti amministrativi comprensivi del diritto di voto su specifici argomenti e di quello di nomina di un membro indipendente del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza.

Secondo un primo orientamento, gli strumenti di partecipazione all'affare non potrebbero attribuire alcun diritto amministrativo: essi si distinguerebbero dagli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, proprio perché il legislatore non ne avrebbe riprodotto, sotto questo aspetto, la relativa disciplina. Gli argomenti principali a sostegno di questa tesi sono: i) poiché la costituzione di patrimoni destinati non comporta una differenziazione degli organi sociali, non si vedrebbe come potrebbero essere attribuiti, a soggetti che partecipano soltanto ai risultati del patrimonio destinato, diritti amministrativi che riguardano l'intera attività della società; ii) la competenza all'emissione degli strumenti finanziari legati al patrimonio destinato è riservata agli amministratori, mentre la competenza all'attribuzione di diritti amministrativi sembra riservata all'assemblea dei soci; iii) l'art. 2447-octies disciplina l'organizzazione comune di ogni categoria di strumenti finanziari di cui alla lett. d) dell'art. 2447-ter, comma 1, secondo il modello del prestito

¹²² Cfr. U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 55 ss.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 75: secondo questi Autori, se vengono emessi strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c. correlati all'andamento di un settore, in questo caso gli strumentisti avrebbero solo diritti di controllo. I diritti di voto potrebbero essere esercitati solo in assemblea speciale e perciò non potrebbe essere attribuito un peso proporzionale al valore del settore economico di riferimento.

¹²³ Nell'ipotesi, intendiamo, in cui non acquistino natura azionaria in virtù dell'imputazione a capitale dell'apporto del sottoscrittore.

obbligazionario la cui disciplina sarebbe esaustiva e non compatibile con l'attribuzione di diritti amministrativi ulteriori¹²⁴.

Secondo un orientamento parzialmente diverso, tali strumenti potrebbero attribuire sì diritti amministrativi, ma limitati al mero controllo, con esclusione quindi di qualsiasi forma di partecipazione al governo del comparto¹²⁵.

Altri autori, condividendo la tesi per cui gli strumenti in discorso – ma il discorso vale, più in generale, per ogni apporto di terzo, ancorché non rappresentato da un titolo – potrebbero attribuire diritti amministrativi finalizzati al controllo della gestione e non ad un ruolo attivo di governo, hanno peraltro ricompreso all'interno di tale nozione (oltre a diritti di vigilanza, di informazione e di ispezione) anche poteri di veto, il potere di esprimere pareri vincolanti e poteri autorizzativi. A tale risultato alcuni autori giungono suggerendo di integrare contrattualmente le competenze dell'assemblea di cui all'art. 2447-*octies*¹²⁶; altri, invece, ravvisano il fondamento di simile attribuzione nell'art. 2447-*ter*, comma 1, lett. d), dove prescrive (con riferimento ai terzi apportatori, ma da intendersi valevole anche quando il rapporto contrattuale con questi sia incorporato in strumenti finanziari) di indicare, nella delibera costitutiva del patrimonio destinato, le «modalità di controllo sulla gestione» dell'affare¹²⁷.

Un ultimo filone interpretativo, infine, ritiene che i diritti amministrativi attribuibili ai terzi apportatori (la cui posizione sia stata o meno incorporata in uno strumento finanziario) coincidano con quelli che possono essere attribuiti in forza dell'art. 2346, comma 6 – dai quali si distinguerebbero per il fatto che in questi casi l'apporto sarebbe a favore di tutto il patrimonio sociale, mentre negli altri sarebbe a

¹²⁴ A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1686; F. DI SABATO, *Strumenti finanziari di partecipazione a specifici affari*, cit., p. 25 s. Così pare anche G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 34.

¹²⁵ G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 1227; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 84; F. MANCUSO, *Le società emittenti azioni correlate*, cit., p. 74. In questo stesso senso pare anche G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1642; A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 32.

¹²⁶ M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 536; ID., *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, cit., p. 498 s.

¹²⁷ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 189; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 143 s. e p. 334 s., per il quale «poteri più pregnanti non sembrano però riconoscibili in quanto, traducendosi in una sorta di sostanziale “cogestione” del terzo, colorerebbero di tinte societarie il rapporto di investimento in patrimoni destinati, la gestione dei quali il legislatore ha inteso invece attribuire esclusivamente agli amministratori della società». Secondo l'Autore, ai terzi finanziatori sarebbe precluso anche ogni diritto di approvazione del rendiconto; tuttavia, nulla vieterebbe la previsione statutaria di un termine per le eventuali contestazioni decorso il quale il rendiconto si dovrebbe intendere da essi tacitamente approvato. In questo senso pare orientato anche P. TULLIO, *Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti di partecipazione all'affare*, cit., p. 387 s., il quale esclude l'applicabilità agli strumenti in discorso dell'art. 2351, comma 5, posto che questa norma richiama esclusivamente gli strumenti di cui all'art. 2346, comma 6.

favore del singolo comparto dedicato – e, dunque, potrebbe essere riconosciuto loro il diritto di voto su argomenti specificamente indicati, ovvero per la nomina di un sindaco o di un membro “non attivo” del consiglio (in applicazione dell’art. 2351, comma 5)¹²⁸. Il diritto di voto potrebbe poi riguardare tanto argomenti relativi esclusivamente allo specifico affare in cui i terzi hanno investito, quanto argomenti relativi alla società nel suo complesso¹²⁹. Inoltre, attraverso detto meccanismo si potrebbe riservare diritti amministrativi differenziati a singoli titolari (quali, ad esempio, creditori particolari a garanzia e rimborso dei quali è costituito il patrimonio destinato)¹³⁰.

Il diritto di voto – si aggiunge – dovrebbe comunque esercitarsi in seno all’assemblea speciale dei portatori di strumenti finanziari correlati al comparto¹³¹, con

¹²⁸ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1298; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 258 ss. e p. 274; P. MANES, *Commento all’art. 2447-ter*, cit., p. 96 s. e p. 112, ove l’Autrice sostiene che «i diritti attribuiti dagli strumenti emessi su patrimoni destinati ben possono consistere nei diritti amministrativi menzionati dall’art. 2346, 6° comma, cod. civ.», in quanto «l’art. 2346 non esclude che i diritti amministrativi attribuiti siano relativi all’intera società, ma al solo specifico affare, ed ammette che il possessore di strumenti finanziari emessi su patrimoni destinati eserciti diritti amministrativi relativi alla vita della società, dato che le decisioni di questa si riverberano sulla vita del patrimonio destinato»; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1647, il quale peraltro osserva (p. 1651 s.) come attraverso la competenza attribuita all’assemblea speciale dal n. 5) dell’art. 2447-*octies*, e riguardante gli «altri oggetti di interesse comune a ciascuna categorie di strumenti», questi ultimi potrebbero essere investiti di un vero e proprio potere di veto su determinati argomenti. Simili poteri, però – prosegue l’Autore –, da inquadrarsi come autorizzativi, non potrebbero che essere circoscritti ad uno o pochissimi temi, poiché diversamente potrebbe parlarsi di un’ingerenza dei terzi partecipanti nella gestione della società e ciò non sarebbe compatibile (per le ragioni in precedenza richiamate) con il loro ruolo di finanziatori. G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, cit., p. 1331 s., secondo i quali simili diritti di voto andrebbero esercitati nell’assemblea separata di cui all’art. 2447-*octies*, giusta il divieto di cui all’art. 2346, ult. comma, e consentirebbero di instaurare un controllo congiunto sul settore di impresa cui è dedicato il comparto patrimoniale separato, grazie al diritto di veto che tali diritti amministrativi consentirebbero di attribuire, nonché potrebbe costituire un distinto oggetto di controllo (secondo gli Autori ai sensi della normativa antitrust). In questo senso pare orientato anche L. POTITO, *Patrimoni destinati ... all’insuccesso?*, cit., p. 545, secondo il quale questi strumenti potrebbero attribuire diritti amministrativi tra cui il «diritto di partecipare alle decisioni più importanti ad esso [al patrimonio destinato, *n.d.a.*] inerenti».

¹²⁹ Così G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 258.

¹³⁰ G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 265 s. Si veda però l’ammonimento di U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit., p. 1101, il quale avverte che in caso di struttura finanziaria complessa (quale non v’è dubbio è quella di una società multicompartimentale) si dovrebbe mirare a preservare un efficiente sistema di governo societario, definendo i doveri di comportamento degli amministratori anche con riferimento al caso specifico di conflitti c.d. orizzontali tra diverse categorie di finanziatori-investitori.

¹³¹ G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, cit., p. 1331 s., i quali osservano come quella dell’assemblea speciale di cui all’art. 2447-*octies* sembri essere la sede più idonea, nonché l’unica compatibile con la limitazione poste dall’ultimo comma dell’art. 2346 (che, si ricorda, esclude la possibilità di attribuire ai possessori di strumenti finanziari partecipativi il diritto di voto nell’assemblea generale degli azionisti), in cui i portatori di strumenti finanziari possono esercitare i diritti di partecipazione loro conferiti.

la conseguenza che a tale diritto non potrebbe attribuirsi un peso proporzionale al valore del settore economico di riferimento, come invece è prassi per le *tracking stocks*¹³².

Potrebbe però ritenersi che, con la previsione dell'art. 2447-ter, comma 1, lett. e), il legislatore si sia limitato a consentire l'emissione di strumenti finanziari (quindi, eventualmente destinati alla massificazione e alla circolazione tra il pubblico) rappresentativi di un apporto imputato a patrimonio separato¹³³, rimanendo per il resto del tutto neutrale per quanto riguarda non solo i diritti patrimoniali, ma anche quelli amministrativi da tali strumenti attribuibili. Riprendendo allora il ragionamento sopra svolto in merito ai diritti patrimoniali, potrebbe sostenersi che anche per questo diverso aspetto il legislatore abbia lasciato massima libertà alla società, consentendole cioè di attingere alle possibilità alla stessa offerte per la configurazione degli strumenti finanziari rappresentativi di un investimento pansocietario. Pertanto, avendo gli artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, riconosciuto alle s.p.a. la facoltà di attribuire ai portatori di strumenti finanziari diritti amministrativi, ivi compreso il diritto di voto su specifici argomenti e quello di nominare un membro indipendente degli organi societari, questi stessi diritti dovrebbero poter essere riconosciuti anche ai portatori di strumenti finanziari rappresentativi di un investimento compartimentale.

Dovrebbe perciò potersi concludere che anche gli strumenti di partecipazione all'affare siano suscettibili di attribuire diritti di voto su specifici argomenti (quali potrebbero anche essere l'approvazione del piano di attività settoriale, degli investimenti di rilevante entità, come anche dello specifico rendiconto) e diritti di nomina, assumendo così essi la natura di strumenti finanziari partecipativi¹³⁴. Il tutto, nella stessa misura e con gli stessi limiti entro cui altrettanto può disporsi a favore di strumenti finanziari partecipativi emessi da una società monocomparto.

Quanto appena osservato pone però il problema di trovare una collocazione sistematica all'assemblea dei portatori di strumenti finanziari di cui all'art. 2447-octies, la quale deve per legge costituirsi per ciascuna categoria di essi ed è chiamata a deliberare sui seguenti argomenti: nomina e revoca dei rappresentanti comuni di ciascuna categoria, con funzione di controllo sul regolare andamento dello specifico

¹³² U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 56 s.; F. MANCUSO, *Le società emittenti azioni correlate*, cit., p. 75.

¹³³ Cfr. G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 1228, il quale osserva come non sia affatto scontato né il carattere di massa dell'emissione, né la diffusione tra il pubblico in misura rilevante; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1685.

¹³⁴ In senso contrario si pronunciano però F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 107.

affare, e azione di responsabilità nei loro confronti; costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi dei possessori degli strumenti finanziari e relativo rendiconto; modificazioni dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari; controversie con la società e relative transazioni e rinunce; altri oggetti di interesse comune a ciascuna categoria di strumenti finanziari.

Al riguardo può notarsi che gli argomenti su cui tale assemblea è chiamata a pronunciarsi, unitamente alla figura del rappresentante comune, presentano significative sovrapposizioni tanto con l'assemblea e il rappresentante comune degli obbligazionisti (dei quali, anzi, vengono richiamate le norme regolatrici)¹³⁵, quanto con l'assemblea e il rappresentante comune degli azionisti di risparmio¹³⁶. Categorie, queste ultime, entrambe connotate dall'assenza di diritti di voto e la cui disciplina, attraverso le rispettive assemblee e rappresentanti comuni, serve proprio ad assicurare per via legislativa una tutela minima dei loro interessi, nonché la possibilità di derogare al diritto contrattuale comune per modificare a maggioranza il rapporto contrattuale individuale intercorrente tra la società e ciascun investitore (senza cioè dover necessariamente ottenere il suo consenso)¹³⁷.

Queste considerazioni potrebbero suggerire, in esito ad un'analisi sistematica della disciplina degli investitori societari, che le norme di cui all'art. 2447-*octies* trovino applicazione solamente in via residuale: quindi, esattamente come nel caso degli investitori pansocietari l'assenza di diritti di voto invoca l'applicazione della disciplina sull'organizzazione e sul rappresentante comune degli azionisti di risparmio – qualora gli investitori in discorso abbia effettuato conferimenti a capitale in una società

¹³⁵ Cfr. A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1693; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1650 s.; F. DI SABATO, *Strumenti finanziari di partecipazione a specifici affari*, cit., p. 25; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1286; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-octies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, cit., p. 1260, il quale tuttavia evidenzia la differenza tra il tenore letterale dell'art. 2447-*octies*, comma 1, n. 3, rispetto alla competenza attribuita all'assemblea degli obbligazionisti dall'art. 2415, comma 1, n. 2, di deliberare sulla modifica delle condizioni del prestito. In senso contrario, valorizzando cioè le differenze tra le competenze delle due assemblee: A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 183 ss. (il quale pur evidenzia numerose sovrapposizioni, come anche – p. 188 – il fatto che «il ruolo di questo rappresentante comune è effettivamente del tutto assimilabile a quello del rappresentante comune degli obbligazionisti»); A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, cit., p. 220 ss.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 109; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 334.

¹³⁶ G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-octies*, cit., p. 1260.

¹³⁷ Sottolinea che questo è lo scopo dell'istituto delle assemblee speciali anche A. NIUTTA, *I patrimoni e finanziamenti destinati*, cit., p. 180.

quotata¹³⁸ – ovvero degli obbligazionisti – in tutti gli altri casi, giusta la norma di chiusura di cui all’art. 2411, comma 3 –, anche in caso di investimento in uno specifico comparto l’operatività dell’art. 2447-*octies* dovrebbe ritenersi subordinata alla mancata attribuzione di diritti di voto su specifici argomenti che consentano una qualche partecipazione al governo societario.

Questa ricostruzione dovrebbe comportare, a ben vedere, altre due conseguenze, entrambe ancora una volta dedotte da un’analisi sistematica: in primo luogo, la sede dove detti portatori di strumenti finanziari devono esercitare il voto non sarà né l’assemblea speciale di cui all’art. 2447-*octies*, né necessariamente un’altra assemblea speciale, dovendo più correttamente ritenersi trovare applicazione la disciplina propria dell’esercizio del diritto di voto da parte dei titolari di strumenti finanziari partecipativi; in secondo luogo, nel momento in cui vengono emessi strumenti finanziari partecipativi (ancorché correlati ad un singolo comparto), specie se questi hanno natura azionaria, deve ritenersi che la competenza alla loro emissione non possa più spettare all’organo amministrativo, dovendo invece essere ricondotta a quella dell’assemblea straordinaria¹³⁹.

Se si aderisce alla tesi per cui gli strumenti finanziari di cui all’art. 2447-*ter*, lett. e), possono veicolare anche i diritti amministrativi attribuibili dagli artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, ci si può spingere oltre ed ipotizzare il caso di un comparto che sottoscriva o acquisti strumenti finanziari partecipativi emessi da un altro comparto.

Al riguardo, due differenti ricostruzioni giuridiche sono immaginabili. Secondo la prima, questa fattispecie andrebbe qualificata come partecipazione di una società in un’altra società: se così fosse, i diritti amministrativi attribuiti dagli strumenti finanziari dovrebbero essere esercitati nell’apposita assemblea dagli amministratori aventi la competenza gestoria sul comparto possessore di detti strumenti. Secondo una diversa

¹³⁸ Se la società non è quotata, troverà comunque applicazione l’istituto delle assemblee speciali di cui all’art. 2376.

¹³⁹ Così G. GIANNELLI, *Commento all’art. 2447-ter*, cit., p. 1233 nt. 39; M. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell’esperienza societaria*, cit., p. 500. In dottrina è stata d’altronde evidenziata la discrepanza tra la disciplina degli strumenti di partecipazione all’affare, la cui emissione sarebbe rimessa all’organo amministrativo, e la disciplina “generale” degli strumenti finanziari partecipativi di cui all’art. 2346, comma 6, per i quali invece è lo statuto, e quindi nel periodo successivo alla costituzione l’assemblea straordinaria, competente a disciplinare modalità e condizioni di emissione: così G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1644. La ricostruzione prospettata consentirebbe di superare l’obiezione di R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 134, secondo cui l’impostazione favorevole all’attribuzione di diritti di voto agli strumenti di partecipazione all’affare, ai sensi dell’art. 2351, comma 5, «comporterebbe, stante la competenza dell’organo amministrativo all’emissione degli strumenti finanziari partecipativi agli specifici affari, una modifica dell’assetto dei poteri all’interno della compagine sociale svincolata dall’approvazione dei soci».

impostazione, la fattispecie dovrebbe invece inquadrarsi nell'acquisto da parte della società di azioni proprie e così invocare l'applicazione della relativa disciplina di cui all'art. 2357-ter c.c.

La seconda ricostruzione sia la più corretta. Pertanto, un comparto ben potrà sottoscrivere od acquistare strumenti finanziari di partecipazione ad altri comparti, ma deve ritenersi sussistente quell'identità di fattispecie costituente il presupposto per l'applicazione analogica della succitata norma che dispone, tra l'altro, la sospensione del diritto di voto.

Se si aderisce alla tesi per cui gli strumenti finanziari di partecipazione all'affare possono essere dotati di diritti amministrativi, sorge un'ultima questione. Detti strumenti potrebbero incidere sulle situazioni di controllo, nel senso cioè che la loro presenza potrebbe determinare varie geometrie del controllo, compreso il controllo congiunto, variabili a seconda dei diversi comparti¹⁴⁰. La soluzione parrebbe essere affermativa: se i possessori di strumenti finanziari di partecipazione all'affare possono infatti accedere agli stessi diritti amministrativi attribuibili, in generale, agli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, ne consegue che potrebbe essere loro conferito un potere di autorizzare gli atti di indirizzo ai sensi dell'art. 2364, comma 5, e, quindi, sostanzialmente un potere di veto¹⁴¹.

In conclusione, nel contesto dei patrimoni destinati l'analisi della situazione di controllo relativamente ad essi andrebbe condotta separatamente dall'analisi sul controllo della società nel suo complesso e l'attribuzione del potere autorizzativo agli

¹⁴⁰ Il problema è stato sollevato da G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, cit., p. 1332; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1647; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 85 s., il quale osserva che «laddove l'adozione di alcune delibere sia subordinata per via statutaria al voto favorevole dell'assemblea dei portatori di strumenti finanziari (come può accadere, ad esempio, a norma dell'art. 2447-octies c.c.), potrebbe verificarsi una fattispecie in cui si determina una modifica della situazione di controllo su parte dell'impresa sociale (quella, appunto, oggetto della suddetta delibera)».

¹⁴¹ Così G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, cit., p. 1332, i quali giungono ad ipotizzare l'instaurazione di un controllo congiunto qualora con delibera assembleare costitutiva del patrimonio destinato si preveda l'introduzione in statuto (qualora non fosse già presente) di una disposizione che subordini il compimento degli atti di indirizzo cui è destinato il patrimonio (approvazione del rendiconto, elaborazione del piano di attività, investimenti di rilevante entità ecc.) alla preventiva autorizzazione assembleare e, in secondo luogo, la previsione che le delibere assembleari autorizzative in questione debbano essere adottate con il voto favorevole espresso dall'assemblea dei portatori degli strumenti finanziari di cui all'art. 2447-octies (la quale, sottolineano gli Autori, ai sensi del n. 5 del primo comma di tale articolo del resto è chiamata a deliberare «sugli oggetti di interesse comune a ciascuna categoria di tali strumenti»).

strumentisti correlati ad uno specifico affare potrebbe determinare l'instaurarsi di una fattispecie di controllo congiunto¹⁴².

3.4. *L'organo di controllo.*

Ci si chiede, infine, se sia possibile costituire un organo di controllo dedicato al singolo comparto.

La risposta deve essere senza dubbio negativa¹⁴³.

Si è già osservato come ai fini di un corretto ed efficace controllo di una realtà multicompartimentale non sia necessaria la presenza di nuovi organi, ben potendo ciò realizzarsi mediante un adattamento delle funzioni di quelli esistenti¹⁴⁴. Il diritto societario comune non offre però margine alcuno per realizzare un sistema di controllo diffuso come quello di cui il legislatore impone invece la realizzazione qualora la società multicomparto sia una Sgr. In quest'ultimo caso, per ciascun fondo deve essere nominato un depositario, con il compito di verificare la legittimità delle operazioni che sul fondo la Sgr intende compiere: si veda quanto previsto dall'art. 48 T.u.b., in particolare al comma 3, lett. d), che prescrive a questa figura di «esegu[ire] le istruzioni del gestore se non sono contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza».

Nel diritto societario comune la disciplina dell'organo di controllo è senz'altro imperativa e, dunque, ancora meno che rispetto all'organizzazione dell'organo amministrativo può ipotizzarsene un libero adattamento alla struttura di una società multicompartimentale.

In dottrina è stata tuttavia messa in risalto l'apertura del legislatore a favore dell'autonomia statutaria nel prevedere forme di controllo convenzionali sulla dinamica dell'affare, che anzi configurerebbero un elemento di grande interesse della nuova disciplina¹⁴⁵. L'art. 2447-ter, lett. d), infatti, richiede che la delibera costitutiva di un patrimonio destinato formato (in tutto o in parte) con apporti di terzi specifici anche «le modalità di controllo sulla gestione». Potrebbero allora crearsi dei “comitati di controllo”, senza alcun rilievo sul piano della struttura societaria, cui comunque affidare

¹⁴² G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, cit., p. 1337 s., ancorché, è bene specificarlo, i due Autori si riferiscono al controllo considerato dalla disciplina *antitrust*.

¹⁴³ Cfr. A. ZOPPINI, *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, cit., p. 100.

¹⁴⁴ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 38 nt. 70.

¹⁴⁵ R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 575 s.

la sorveglianza del singolo comparto, alle dipendenze e sotto la responsabilità del collegio sindacale, secondo quanto consentito dall'art. 2403-*bis*, comma 4.

Un modo per assicurare un controllore per ciascun comparto potrebbe forse essere rappresentato dall'adozione del sistema monistico. In questo sistema alternativo, infatti, a differenza del più rigido sistema tradizionale, non è stabilito un numero fisso o massimo di consiglieri deputati al controllo, prescrivendosi solo che il comitato per il controllo sulla gestione debba essere composto da non meno di tre amministratori nel caso di società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio (così l'art. 2409-*octiesdecies*, comma 1, secondo periodo). Potrebbe perciò ipotizzarsi che il consiglio di amministrazione di una società multicompartimentale sia composto da un numero di amministratori sufficiente a consentire che il comitato per il controllo sulla gestione sia composto da tanti membri quanti sono i comparti, così da potersi ripartire internamente i compiti di controllo.

Ma si tratta, anche questa volta, di una soluzione che sembra problematica alla luce della lettera della legge e sull'ammissibilità della quale, concernendo la stessa una materia dove l'autonomia statutaria è assai limitata, è lecito dubitare.

SEZIONE 4 – CONCLUSIONI IN ORDINE ALLA STRUTTURA AMMINISTRATIVA DELLA SOCIETÀ MULTICOMPARTO.

Come si è tentato di evidenziare nelle sezioni precedenti, la compartimentazione del patrimonio della società, non importa se solo interna od anche esterna, coinvolge anche il tema dell'organizzazione del governo societario. La presenza di creditori ed investitori settoriali e la susseguente definitiva disgregazione di ogni (già fragile) comunanza d'interessi impongono infatti d'interrogarsi sull'opportunità di consentire alla società, qualora lo ritenesse preferibile o conveniente, di articolare la propria struttura amministrativa in modo da variamente separare i processi decisionali riguardanti i diversi comparti.

Si è cercato di far emergere, nel presente capitolo, come già la legislazione vigente contenga il germe di strutture minimamente federali. Tant'è che, suggestivamente, si è parlato della moderna s.p.a. come di «una complessa organizzazione al cui interno sono ravvisabili ulteriori complesse organizzazioni di soggetti, tutti investitori in titoli emessi dalla stessa società, ma non tutti interessati nello

stesso modo, non tutti interessati alla stessa impresa e dunque non tutti portatori di identiche aspettative patrimoniali»¹⁴⁶. Nel diritto societario odierno quella che tradizionalmente era un'organizzazione unitaria, composta da soggetti ugualmente interessati, si è pertanto trasformata in una (potenziale) pluralità di organizzazioni, composte da soggetti diversamente interessati, i cui meccanismi di funzionamento devono tra loro essere coordinati¹⁴⁷.

Ecco allora l'opportunità di proseguire su questi spunti e di assecondare un'eventuale tensione verso la frammentazione della struttura amministrativa della società, permettendo la creazione di organi con competenze settoriali. Chi scrive, pertanto, auspica un intervento del legislatore inteso ad ampliare le facoltà della società non solo quanto a compartimentazione patrimoniale, ma altresì quanto a compartimentazione amministrativa.

Se fosse recepita dal legislatore la proposta qui formulata, gli organi societari potrebbero variamente assumere struttura centralizzata o federale, optando tra le seguenti quattro combinazioni.

Si dovrebbe parlare di gruppo endosocietario con governo a struttura *verticale* qualora la società abbia un organo amministrativo centralizzato ed una base (ossia, azionisti e portatori di strumenti finanziari) a sua volta centralizzata.

Si dovrebbe parlare di gruppo endosocietario con governo a struttura *piramidale* nel caso in cui la società abbia un organo amministrativo centralizzato ed una base federale, ovvero nel caso opposto in cui la società abbia un organo amministrativo federale ed una base centralizzata.

Si dovrebbe infine parlare di gruppo endosocietario con governo a struttura *orizzontale* in ipotesi vi sia un organo amministrativo federale ed una base a sua volta federale¹⁴⁸. In questo caso, tuttavia, poiché l'unicità della realtà societaria imporrebbe di

¹⁴⁶ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1287.

¹⁴⁷ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1314. Si è visto inoltre come detta complessità paia suggerire anche un'evoluzione nella disciplina degli assetti proprietari e di controllo. È stato infatti rilevato (G. MANZO – G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, cit., p. 1332) che, ipotizzando che determinati atti strategici nella gestione del patrimonio destinato vengano sottoposti alla previa autorizzazione dell'assemblea dei soci, a norma dell'art. 2364, n. 5, e che la medesima decisione debba però trovare il consenso dei portatori di strumenti finanziari di settore espresso nella loro assemblea di cui all'art. 2447-*octies* (cui la legge riserva la possibilità di pronunciarsi "sugli oggetti di interesse comune a ciascuna categoria di strumenti"), si instaurerebbe una situazione di controllo congiunto, condiviso da azionisti e terzi finanziatori.

¹⁴⁸ Un'ipotesi embrionale di fattispecie analoga ricorre nello schema, ritenuto lecito dalla dottrina che si è occupata di azioni correlate e di cui si è già fatto menzione, per cui agli azionisti correlati può essere riservato il diritto di nominare uno o più amministratori, di loro rappresentanza, cui per statuto spetta la delega gestoria sul comparto (A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 222; M. ARATO, *Le azioni*

mantenere un momento comunque comune nell'organizzazione di governo societario, occorrerebbe che a livello o di assemblee o, più probabilmente, a livello di organi amministrativi, vi fosse un momento di coordinamento simile a quello presente nei gruppi esosocietari paritetici.

Ovviamente quelli appena tratteggiati sono modelli puri. Nulla vieterebbe – ed anzi si è visto che ciò sarebbe preferibile se non inevitabile – combinare le differenti strutture a seconda dei diversi argomenti: potrebbe così stabilirsi che per taluni argomenti l'assemblea e/o l'organo amministrativo deliberino unitariamente, mentre per altri argomenti l'assemblea e/o l'organo amministrativo si “disgreghino” per specializzare il processo decisionale.

Da ultimo, va evidenziato che i differenti assetti di governo, laddove consentiti, potrebbero poi variamente combinarsi con gli assetti del patrimonio compartimentale (di cui si è parlato nelle conclusioni del secondo capitolo). Pertanto, un gruppo endosocietario con struttura patrimoniale orizzontale potrebbe essere gestito da un governo a struttura orizzontale, verticale o piramidale. Del pari, un gruppo endosocietario a struttura patrimoniale piramidale potrebbe essere gestito da un governo a struttura orizzontale, verticale o piramidale. Alle diverse combinazioni corrisponderebbero diverse dinamiche comportamentali nell'attività gestoria.

correlate, cit., p. 233) o di institori nominati direttamente dagli azionisti correlati o dai finanziatori dell'affare (R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 157, il quale però ritiene che laddove l'organo amministrativo s'impegnasse, nella delibera costitutiva del patrimonio destinato, a designare uno o più institori, o un comitato institorio, preposti allo specifico affare di fiducia dei terzi finanziatori, o sottoscrittori di strumenti di partecipazione all'affare, simile preposizione institoria rappresenterebbe una sorta di «modalità di controllo sulla gestione» dell'affare di cui alla lett. d) dell'art. 2447-ter c.c., sicché il potere di governo dello specifico affare così assegnato ai preposti dovrebbe esaurirsi nell'esercizio di funzioni meramente consultive e di rappresentanza).

CAPITOLO IV

LA GESTIONE DELLA SOCIETÀ MULTICOMPARTO

SOMMARIO: SEZIONE 1 – I PARAMETRI DI RIFERIMENTO NELLA GESTIONE DI SOCIETÀ MULTICOMPARTIMENTALI. – 1.1. La ricerca di una tecnica di regolazione del governo societario di società multicomparto. – 1.2. La disciplina degli Oicr e la ricostruzione dei diversi interessi sociali. – 1.3. Le conseguenze dell'impostazione proposte. – SEZIONE 2 – LA GESTIONE DEI SINGOLI COMPARTI: REGOLE E PATOLOGIE. – 2.1. La disciplina del conflitto di interessi relativa agli Oicr. – 2.2. Prima fattispecie problematica: la distribuzione delle risorse tra i vari compartimenti patrimoniali e l'assegnazione di opportunità d'affari. – 2.3. Seconda fattispecie problematica: i rapporti in danno al comparto. – 2.4. Terza fattispecie problematica: il compimento di atti estranei all'oggetto di destinazione di ciascun comparto. – 2.5. Il problema della destinazione del risarcimento del danno eventualmente dovuto per la violazione di una delle regole di condotta sin qui esaminate. – 2.6. Il compimento di atti gestori del comparto giustificati dall'interesse del "gruppo endosocietario": le tesi prospettate in dottrina. – 2.7. problema della sovrapposibilità del sistema di responsabilità di cui all'art. 2497 alla fattispecie delle società multicomparto. – SEZIONE 3 – LE OPERAZIONI STRAORDINARIE DEL GRUPPO ENDOSOCIETARIO. – 3.1. Le fattispecie di fusione di due compartimenti, ovvero di un comparto con una società terza, e di scissione di un comparto in due compartimenti, ovvero in un comparto ed una società terza, e di cessione di un comparto ad altra società. – 3.2. Le operazioni di fusione e scissione di una società multicomparto e di cessione di azienda o di ramo d'azienda di correlazione. – SEZIONE 4 – CONCLUSIONI IN MERITO ALLA DIFFERENZA DI DISCIPLINA TRA UN GRUPPO ESOSOCIETARIO ED UN GRUPPO ENDOSOCIETARIO. – 4.1. Affinità e differenze tra la fattispecie del gruppo endosocietario e quella del gruppo esosocietario: la rilevanza del concetto di "persona giuridica". – 4.2. Le teorie sulla personalità giuridica e le conseguenti conclusioni.

SEZIONE 1 – I PARAMETRI DI RIFERIMENTO NELLA GESTIONE DI SOCIETÀ MULTICOMPARTIMENTALI.

1.1. La ricerca di una tecnica di regolazione del governo societario di società multicomparto.

Si è visto in apertura del capitolo precedente come un problema strutturale delle società multicompartimentali sia la loro esposizione a possibili conflitti di interessi ovvero a gestioni infedeli o confusorie¹.

Questo genere di problemi si verifica tanto in caso di separazione patrimoniale², quanto in caso di compartimentazione meramente contabile: in quest'ultima fattispecie, infatti, benché non sussistano rischi di pregiudizio per i *creditori* settoriali, si pone un tema di tutela degli *investitori* settoriali (comunque destinati a diventare creditori una volta che si saranno verificate tutte le condizioni perché essi possano esercitare un diritto patrimoniale perfetto nei confronti della società)³.

Astrattamente parlando, il rischio di conflitti di interessi o di gestioni infedeli o confusorie è incrementato dall'unicità del soggetto di diritto, o meglio, della struttura organizzativa e in particolare dell'organo amministrativo. Infatti, nel momento in cui manca – come invece accade nei gruppi – una distinta organizzazione societaria, specificamente deputata alla gestione dell'impresa settoriale e dell'autonomo comparto patrimoniale ad essa dedicato, la comunanza di organi fa sì che sia più facile influenzare la gestione di un determinato comparto a vantaggio di un altro, ovvero manovrare i diversi patrimoni con una certa promiscuità.

Si è allora visto nel capitolo precedente come una via per tentare di contenere questo rischio sia la creazione di organi amministrativi ovvero di organi assembleare a struttura variamente federale, in modo da comporre le sedi decisionali da soggetti *tendenzialmente* più interessati alla più proficua gestione del comparto.

¹ Si evidenzia difatti come la costituzione di una distinta società creerebbe una struttura di governo autonoma dotata di effettiva capacità rappresentativa e di mediazione dei conflitti: R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 37, testo e nt. 69. In senso contrario si veda però F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 188, secondo il quale invece è proprio l'unicità del soggetto giuridico ad estinguere i problemi di conflitti di interessi, rendendo l'organo amministrativo la sede in cui i diversi interessi vengono mediati e trovano sintesi.

² È ricorrente in dottrina l'osservazione per cui la costituzione di patrimoni destinati è foriera di problemi di conflitti di interessi endo-societari in ragione dei rapporti "intergestori" che possono instaurarsi: così G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 168; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2447-bis*, cit., p. 1215 nt. 17; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1666 s.; M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 838 nt. 37; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 94 e p. 98.

³ G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions reflet», cit., p. 618; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 121; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 207; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 143.

È tuttavia evidente come financo la creazione di strutture federali pure e perfette, laddove divenisse possibile nel nostro ordinamento, non assicurerebbe comunque la diligente e fedele amministrazione di ciascun singolo comparto.

Si deve dunque verificare quali siano i criteri di corretta gestione di una società multicomparto e gli strumenti di tutela dei creditori e degli investitori settoriali, applicabili quale che sia la struttura (centralizzata o federale) del governo societario.

In proposito, come noto, nulla è espressamente stabilito dal legislatore⁴.

Per colmare la lacuna, si può senz'altro sfruttare il rinvio alla regolamentazione statutaria contenuto nell'art. 2350, comma 2, c.c. (per quanto riguarda le società emittenti azioni correlate) o gli artt. 2447-*bis* ss. (per quanto riguarda le società con patrimoni destinati) per porre meccanismi di diretta o indiretta tutela di azionisti e strumentisti correlati⁵, da un lato, o dei finanziatori e creditori di un patrimonio destinato, dall'altro. Ma ciò non toglie che occorra comunque ricavare dalla disciplina generale delle regole operanti in via residuale in mancanza di precise disposizioni statutarie sul punto.

A tal fine non possono venire in soccorso né l'istituto delle assemblee speciali di cui all'art. 2376 c.c., né quello del rappresentante comune di una determinata categoria di investitori.

Il sistema delle assemblee speciali incontra infatti un duplice limite. In primo luogo, opera esclusivamente in favore di azionisti e portatori di strumenti finanziari, rivelandosi invece inutile ai fini della tutela dei creditori settoriali. In secondo luogo, detto istituto trova pur sempre applicazione solo di fronte a tentativi di modifica dei diritti speciali della categoria, non invece nei casi in cui, invariati i criteri di definizione dei diritti determinabili degli investitori (azionisti o strumentisti che siano), si procuri una riduzione della concreta consistenza del patrimonio su cui insistono⁶. Non sarebbe quindi pensabile prevedere una delibera dell'assemblea speciale di categoria ogni volta che una decisione gestoria dell'organo amministrativo possa in concreto pregiudicare gli interessi patrimoniali degli investitori settoriali, posto che si altererebbe così

⁴ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 151 s.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 209.

⁵ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 153 s., il quale però sottolinea come l'autonomia statutaria non possa spingersi sino ad estendere l'ambito di applicazione dell'art. 2376 perché confliggerebbe con la riserva esclusiva di attività gestoria in capo all'organo amministrativo; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 209.

⁶ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 136 ss. e 147 ss.

l'inderogabile struttura corporativa societaria elevando questi ultimi a "compartecipi" della funzione gestoria con poteri di codecisione⁷.

Simili considerazioni devono farsi anche in riferimento al rappresentante comune, il cui ruolo resta sicuramente estraneo ad ogni profilo di governo dell'impresa essendo i suoi poteri di controllo limitati all'ambito assembleare (cui si osserva essere state progressivamente sottratte le attribuzioni propriamente gestorie) e i suoi poteri di informazione non particolarmente incisivi⁸.

Bisogna quindi ricercare altrove uno strumento tecnico che consenta di assicurare una gestione di ciascun comparto perfettamente rispettosa dell'interesse su di esso vantato dagli investitori settoriali.

Questo strumento tecnico, a ben vedere, deve essere rinvenuto nell'interesse sociale. L'interesse sociale, infatti, costituisce un paradigma di valutazione dell'operato degli organi societari; pertanto, ad esso deve farsi ricorso anche nelle società multicompartimentali per poter giudicare la gestione del singolo comparto.

Preliminarmente, è però necessario domandarsi come si atteggi l'interesse sociale in società così complesse.

È osservazione comune nella dottrina che si è occupata di società multidivisionali, in particolare di società emittenti azioni correlate, che in simili fattispecie l'interesse economico dei soci non è più omogeneo, avendo a riferimento non già i risultati della gestione dell'impresa sociale ma del solo comparto al quale sono ancorati i diritti patrimoniali delle azioni possedute⁹. Il che, inevitabilmente, acuisce la possibilità di conflitti di interessi¹⁰.

Anche chi si è occupato dei patrimoni destinati ha rilevato come la costituzione di patrimoni destinati, scomponendo il ceto creditorio in più "gruppi", determini la frammentazione del parametro di riferimento della corretta amministrazione anche nei confronti dei creditori¹¹.

⁷ Così P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 146 s.

⁸ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 139 ss.

⁹ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 102 s.; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 173 s.; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 127; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 142. In argomento v. anche M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 212.

¹⁰ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 103; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 49 s.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 142.

¹¹ G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 91 ss. e p. 245 nt. 148.

Ciononostante, secondo la dottrina che si è occupata del tema analizzando le società emittenti azioni correlate, l'interesse sociale resterebbe unico anche nelle società multicompartimentali.

Sulla scorta della teoria dello *shareholder value* sostenuta da un certo orientamento dottrinale, l'interesse comune a tutti i soci, che quindi costituirebbe l'interesse sociale, andrebbe rintracciato nell'interesse alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni, riflesso dell'interesse alla massimizzazione delle utilità economiche derivanti ai soci dall'investimento¹². Ciò in quanto ciascuna categoria di azioni, benché correlata ad uno specifico settore di attività della società, risentirebbe inevitabilmente degli esiti delle altre gestioni, sicché sarebbe interesse comune dei soci non solo che la società mantenga un equilibrio economico/finanziario, ma anche che la gestione sia corretta nel senso che la società venga gestita, nel suo complesso, in modo economicamente efficiente, laddove una gestione efficiente sarebbe in tesi quella che conduce alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni (cui corrisponderebbe, di riflesso, la massimizzazione del valore di ciascuna categoria di azioni)¹³.

Un orientamento parzialmente differente muove invece dalla medesima constatazione del fatto che l'interesse che accomuna, senza frammentazioni, tutti gli azionisti sarebbe l'interesse di ciascuno alla valorizzazione della propria partecipazione; ma, a differenza della tesi appena riportata, sostiene che l'interesse sociale coincida (non già con l'interesse alla massimizzazione del valore *aggregato* di tutte le azioni, bensì) con l'interesse alla massimizzazione del valore di *ciascuna* categoria delle azioni emesse dalla società (siano esse azioni correlate o azioni ordinarie)¹⁴. In questa prospettiva, l'interesse sociale rimarrebbe unico, poiché non vi sarebbe, né sarebbe ravvisabile, un interesse di una singola divisione della società contrapposto all'interesse delle altre divisioni o della società nel suo complesso; vi sarebbe invece un interesse

¹²U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 116; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 139 s.

¹³U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 115 s.

¹⁴M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 218 s. L'Autore (a p. 219 nt. 33) evidenzia che la differenza della propria impostazione rispetto a quella riportata appena sopra starebbe nella differenza di trattamento del seguente caso: secondo la posizione sopra riportata, un'operazione che provocasse per le azioni correlate al comparto A un incremento di valore pari a 100 e alle azioni correlate al comparto B una diminuzione di valore pari a 40, sarebbe equivalente – nell'indifferenza per il patrimonio sociale – ad un'operazione che comportasse un incremento di valore pari a 60 per le azioni correlate al comparto A e una variazione di 0 al valore delle azioni correlate al comparto B. Secondo la prospettiva appena riportata, invece, l'interesse sociale vorrebbe che ciascuna categoria di azioni veda massimizzato il proprio valore, «sempre che ciò non vada a discapito delle altre e salva peraltro la obbligatorietà di effettuare compensazioni in favore della categoria eventualmente danneggiata dalle scelte di gestione per quest'ultima pregiudizievoli». Conf. F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 171 s.

comune dei soci a che *tutte e ciascuna* le rispettive partecipazioni sociali siano massimamente valorizzate, sulla scorta della considerazione per cui il valore di mercato delle azioni correlate ad un determinato settore risente non soltanto del risultato della società nel suo complesso, ma anche del risultato degli altri settori¹⁵.

Malgrado la sottile differenza tra i due indirizzi ricostruttivi, la prospettiva di un interesse sociale unitario conduce entrambi a concordare sulla conclusione per cui una lesione dell'interesse sociale potrebbe ravvisarsi solo qualora una scelta gestoria si riveli pregiudizievole per il valore aggregato delle azioni. Quindi, se un'operazione crea pregiudizio per un comparto ma procura un incremento del (o, almeno, non danneggia il) valore aggregato delle azioni, nessun pregiudizio per l'interesse sociale sarebbe ravvisabile; se invece l'operazione pregiudizievole per un comparto va ad esclusivo beneficio di un'altra unità divisionale o arreca pregiudizio al valore aggregato delle azioni, allora vi sarebbe lesione dell'interesse sociale¹⁶.

Le soluzioni sopra rappresentate non appaiono però del tutto condivisibili, poiché non sembrano valorizzare adeguatamente l'interesse di quanti vantano diritti esclusivamente sul singolo comparto; il che rischia forse di tradursi in una non sufficientemente efficace tutela apprestata all'interesse di questi ultimi.

Inoltre, sostenere che si debba tenere conto dello *shareholder value* significa non solo renderne più difficile l'applicazione alle s.p.a. chiuse, ma soprattutto precluderne l'applicazione alle s.r.l., cui evidentemente la teoria dello *shareholder value* è difficilmente applicabile.

Merita allora volgere lo sguardo alla disciplina degli Oicr, per verificare se lì l'interesse specificamente settoriale emerge con maggior forza.

¹⁵ M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 220 ss.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 172.

¹⁶ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 120 e p. 135 s., il quale, per proporre un esempio, osserva in tema di conflitto di interessi dei soci in sede di delibera sulla distribuzione dell'utile (p. 137 s.), che vi sarebbe un conflitto di interessi se la scelta di non distribuire l'utile per destinarlo all'autofinanziamento della società non sia funzionale alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni e sia possibile dimostrare una totale assenza di redditività del reinvestimento, allora vi sarà una lesione dell'interesse sociale che giustificherà l'applicazione dell'art. 2373 c.c.; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 143; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 225; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 175.

1.2. La disciplina degli Oicr e la ricostruzione dei diversi interessi sociali.

In riferimento agli organismi di investimento collettivo del risparmio, il tema della definizione degli interessi cui gli organi societari devono orientare la propria attività deliberativa è particolarmente complesso.

Si è difatti evidenziato in dottrina come, sotto questo profilo, il governo di una Sgr presenti aspetti affatto peculiari rispetto ad una s.p.a. di diritto comune, giacché ai tradizionali conflitti di interessi propri di ogni società azionaria – e quindi ai correlativi problemi di agenzia e ai conseguenti costi – se ne aggiunge un altro, ossia quello tra soci della Sgr e partecipanti ai fondi dalla stessa gestiti¹⁷. È perciò conclusione del tutto condivisibile quella secondo cui l'interesse che la società di gestione del risparmio è tenuta a perseguire non deve esaurirsi in quello dei soci ma deve comprendere anche quello dei quotisti. Ma proprio in ciò risiede il problema del governo societario di una Sgr: nell'esigenza, legislativamente imposta, di conciliare il perseguimento dell'interesse al profitto dei suoi soci con l'istanza di tutela degli investitori¹⁸.

Anche a proposito delle Sicaf si è d'altronde ritenuto «concreto il rischio, in particolare in presenza di comparti, di una “convivenza” tra “gruppi” di soci solo di facciata, essendo ciascuno di essi esclusivamente interessato al successo nella gestione di una porzione del patrimonio e non al risultato economico dell'impresa nel suo complesso»¹⁹.

Queste condivisibili considerazioni fanno emergere un dato: la penetrazione dell'interesse degli investitori settoriali entro il parametro di riferimento per una corretta amministrazione.

Di tanto ci si avvede, del resto, leggendo la normativa sulla gestione collettiva del risparmio. Questa, più precisamente, pare anzi prescrivere al gestore di avere riguardo, nell'amministrazione di ciascun patrimonio autonomo, esclusivamente agli interessi degli investitori che vantano diritti su di esso, senza cioè poter riconoscere rilievo alla circostanza per cui più Oicr vengono gestiti dalla medesima organizzazione (sia essa una società di gestione, oppure una società d'investimento).

¹⁷ Così M. STELLA RICHTER *jr.*, *La governance delle società di gestione del risparmio*, cit., p. 670.

¹⁸ M. STELLA RICHTER *jr.*, *La governance delle società di gestione del risparmio*, cit., p. 677 s., secondo il quale per questa ragione meriterebbe precisarsi in statuto che la funzione essenziale svolta dagli amministratori della Sgr è quella di perseguire l'interesse dei soci e al contempo curare e salvaguardare gli interessi dei partecipanti ai fondi istituiti o gestiti dalle medesime.

¹⁹ In questi termini L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, cit., p. 1123.

Si legga l'art. 35-*decies* T.u.f.: «[l]e Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni: a) operano con diligenza, correttezza e trasparenza *nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti* e dell'integrità del mercato». Con particolare riguardo poi alle società di gestione, va citato anche l'art. 36, comma 3: «[l]a Sgr che ha istituito il fondo o la società di gestione che è subentrata nella gestione agiscono in modo indipendente e *nell'interesse dei partecipanti al fondo*, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario»²⁰.

Dalle norme riportate parrebbe emergere la preoccupazione del legislatore di chiarire che il parametro di riferimento nell'attività di gestione in monte di un patrimonio autonomo deve essere il complesso di interessi di quanti in quel patrimonio hanno investito. Di conseguenza, una Sgr deve gestire ognuno dei suoi fondi d'investimento avendo esclusivo riguardo agli interessi su questo insistenti; parimenti, una Sicav o una Sicaf multicomparto devono gestire ognuno dei suoi comparti avendo esclusivo riguardo agli interessi su questo insistenti. Ciò significa che nel momento in cui una società di gestione o una società d'investimento compiono un atto gestorio, l'organo decidente deve assumere come obiettivo (e limite) l'interesse che, per ipotesi, è riferibile al comparto su cui va ad incidere; esattamente come se, anziché essere un organo di una società multicompartimentale, stesse amministrando il patrimonio di una società monocompartimentale²¹.

L'insegnamento che pare potersi trarre dalla disciplina degli Oicr sembra allora essere nel senso di dover perseguire rigorosamente l'interesse di ciascun comparto ed agire nel rispetto esclusivo di quest'ultimo, salvo quanto si dirà oltre a proposito del bilanciamento di tale interesse con quello del gruppo endosocietario²².

Possono dunque proporsi le seguenti conclusioni.

²⁰ A ciò si aggiunga che, a livello sistematico, anche l'art. 21 T.u.f. fa riferimento al dovere dell'intermediario di «servire al meglio l'interesse dei clienti», per cui emerge chiaramente con gran forza l'esigenza di tutela e il riconoscimento dell'interesse del cliente: così M. STELLA RICHTER *jr.*, *La governance delle società di gestione del risparmio*, cit., p. 671.

²¹ Proprio per agevolare questa "immedesimazione" si è caldeggiata l'introduzione della possibilità di creare organi con competenze settoriali, i quali potrebbero così forse essere meno inclini ad atti confusori.

²² Non pare perciò condivisibile l'opinione espressa da G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions reflet», cit., p. 618, per cui il portatore di azioni correlate (ma il discorso pare estensibile a tutti gli strumenti correlati ad un determinato settore) dovrebbe dare per scontato che «non tutte le decisioni della società lo avvantaggeranno e che, di conseguenza, vi saranno *necessariamente* alcune scelte che andranno contro il suo interesse, ma per ciò solo non potranno essere impugnate come illegittime» (enfasi originale). Infatti, la possibilità per la società di compiere operazioni a danno di un settore ma a vantaggio di un altro della medesima società deve ritenersi circoscritta alla rigorosa applicazione dei presupposti e della disciplina sull'attività di direzione e coordinamento, di cui si dirà oltre. In mancanza di tali presupposti e del rispetto della relativa disciplina, non v'è motivo per giustificare gestioni in danno all'interesse di un comparto.

L'interesse sociale non è altro che una tecnica di tutela di quanti vantano ragioni sul patrimonio sociale: per dire che sono stati pregiudicati gli interessi di costoro si dice che è stato pregiudicato l'interesse della società; il che è evidentemente conseguenza della tendenza alla personificazione del fenomeno societario. E infatti nel disciplinare gli Oicr (specie quelli contrattuali), dove tale tendenza storicamente non si è affermata, il legislatore invoca direttamente gli interessi degli investitori per esprimere invero la stessa portata precettiva del concetto di "interesse sociale".

In una società multicomparto, può dunque rappresentare una tecnica per la disciplina del governo societario l'affermazione che vi siano tanti "interessi sociali" quanti sono i comparti.

Se si riconosce che occorre tutelare l'interesse di ciascun comparto e che vi deve essere un modo per rispettare l'interesse riferibile a ciascun comparto, potrà allora respingersi quell'impostazione tesa a "rassegnarsi" al fatto che ciascun azionista (od altro investitore) correlato debba accettare come fisiologiche (o addirittura necessarie) decisioni contrarie al suo interesse settoriale, seppur non illegittime²³.

1.3. Le conseguenze dell'impostazione proposte.

Riconoscere a ciascun comparto patrimoniale un proprio interesse sociale significa far sì che l'intero compendio normativo posto dalla legge a tutela dell'integrità del patrimonio sociale – compendio normativo dettato dal legislatore per una società tipicamente monocompartimentale – sia applicabile in "blocco" in riferimento a ciascun patrimonio separato. Significa, quindi, che ciascun comparto dovrà essere amministrato nell'interesse esclusivo di quanti vantano ragioni su di esso. Significa, ancora, che diventano censurabili i danni arrecati ai singoli comparti individualmente considerati, senza che occorra ricercare un danno *alla società* unitariamente concepita²⁴. Significa,

²³ Come ritiene invece G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions reflet», cit., p. 618.

²⁴ Merita qui di essere fatta una precisazione in ordine al tipo di danno che viene in considerazione nell'analisi del presente lavoro. In questa accezione ricomprendiamo le operazioni "non vestite" di drenaggio di risorse (ossia, viene ad esempio disposto un bonifico in uscita dalla società senza alcun effettivo giustificativo aziendale), sia le operazioni "vestite", ossia effettuate in esecuzione di un qualche contratto o diversa operazione contrattuale/commerciale. In questo secondo caso, cioè, la struttura negoziale rappresenta o una "scusa" oppure una "occasione" per operazioni di drenaggio di risorse: ciò nel senso che nel primo caso un'operazione negoziale non ha cioè alcuna finalità se non quella di procurare una parvenza di giustificazione al drenaggio di risorse; nel secondo caso, invece, una certa operazione ha un vero ed effettivo obiettivo pratico economico (ad esempio, la società ha davvero bisogno di un certo servizio di consulenza o di una determinata opera), ma ci si approfitta delle qualità di amministratore della società per ricavare dal regolamento contrattuale una qualche utilità ulteriore (ad esempio, una

infine, che il sindacato sull'operato degli amministratori e degli organi di controllo non andrà più condotto rispetto alla tutela del "patrimonio sociale", ma dovrà essere replicato tante volte quanti sono i diversi patrimoni separati: ogni giudizio dovrà essere indipendente dall'altro, svolgersi isolatamente ed avere quale parametro di riferimento esclusivamente l'interesse del singolo comparto, equiparato in tutto e per tutto all'interesse sociale di una società monocompartimentale.

L'impostazione proposta consente anche di comporre forse più adeguatamente certe apparenti contraddizioni, avvertibili nelle seguenti fattispecie.

Potrebbe accadere che una determinata operazione posta in essere su un certo comparto sia pregiudizievole per l'interesse di quel comparto ma vantaggiosa per l'interesse di un altro comparto. Come si vede, un'operazione dannosa per un interesse sociale va a beneficio di un altro interesse parimenti sociale.

Ancora. Potrebbe accadere che un'operazione compiuta su un comparto esorbiti dall'oggetto di sua destinazione ma vada a vantaggio dell'attività che costituisce l'oggetto di destinazione di un altro comparto. Come si vede, un'operazione estranea ad un oggetto "sociale" va a beneficio di un altro oggetto parimenti sociale.

In simili circostanze, deve ritenersi non più corretto interrogarsi sulla sussistenza di una lesione dell'interesse *della società* ovvero sull'estraneità dell'atto all'oggetto *della società*. Si tratta invece di riconoscere, semplicemente, che la struttura multicompartimentale della società comporta la destrutturazione dell'interesse sociale in tanti interessi sociali e dell'oggetto sociale in tanti oggetti sociali, e che tale scomposizione, con conseguente coesistenza di più interessi ed oggetti sociali "compartimentali", apre a fattispecie uniche (cioè riscontrabili esclusivamente in una società multicomparto) in cui vi è una contemporanea lesione e soddisfazione di interessi parimenti sociali, o una contemporanea estraneità e pertinenza rispetto ad oggetti parimenti sociali. Ben può esservi, allora, una lesione dell'interesse di un

sovrastima o un sovrappagamento del servizio/bene, oppure un risparmio di spesa accettando un corrispettivo inferiore a quello di mercato per il servizio che la società presta). Quindi, "conflitto di interessi" ha un'accezione per noi onnicomprensiva di tutte queste fattispecie. L'applicazione della disciplina che ricaveremo per questo genere di problematiche riguarda sia le ipotesi in cui il pregiudizio per il patrimonio sociale si produce sotto forma di danno emergente (cioè, pago un servizio molto più di quanto valga; oltre, ovviamente, alla fattispecie del bonifico disposto dal conto della società a favore di un conto di un amministratore), sia le ipotesi in cui il pregiudizio si produce sotto forma di lucro cessante (gli esempi possono essere quello dell'amministratore che fa costruire dalla società edile una casa personale per lui e come rappresentante della società appaltatrice fa fare una fattura molto modesta, oppure ancora storna un cliente o un'occasione di lavoro che ha la società, come accade quando l'amministratore acquisisce un cliente poi però esegue la prestazione come professionista ed emette fattura a suo nome).

comparto ed una contestuale soddisfazione dell'interesse di un altro comparto; ben può esservi, ancora, un'estraneità dell'atto all'oggetto di destinazione di un comparto ed una contestuale pertinenza dello stesso all'oggetto di destinazione di un altro comparto.

Per regolare le suddette fattispecie, si possono adottare due differenti impostazioni.

Secondo una prima, che costituirebbe in un certo senso un corollario della concezione unitaria dell'interesse sociale, verrebbe da concepire tutti i limiti posti dal fenomeno della separazione patrimoniale (cioè, il fatto che ci siano dei creditori e degli investitori con interessi patrimoniali riferiti esclusivamente ad un singolo comparto, il fatto che il comparto separato debba essere destinato ad un'attività precisa) come meri contenuti obbligatori aggiuntivi (o specificativi) di quelli posti in generale in capo agli amministratori dall'art. 2392; con la conseguenza che la loro violazione non potrebbe che portare semplicemente alla responsabilità degli amministratori che li abbiano violati e quindi al risarcimento del danno di quelle categorie di soggetti i cui interessi siano stati pregiudicati da operazioni non rispettose dei loro interessi o del vincolo di destinazione. Soggetti, tra i quali però verrebbe allora da escludere la società, il cui patrimonio non sarebbe destinatario di alcun risarcimento giacché, unitariamente considerato, non avrebbe sofferto alcun danno.

Secondo una diversa, preferibile, impostazione, intesa invece a spezzare l'unitarietà patrimoniale (e degli interessi patrimoniali) della società, anche di fronte a queste operazioni deve essere richiamata "in blocco" l'intera disciplina posta dal diritto societario a tutela dell'integrità del patrimonio sociale e del rispetto della sua destinazione. Ciò significa che le suddette operazioni rappresentano altrettanti eventi pienamente censurabili: ognuno dei comparti del patrimonio sociale (e di riflesso gli interessi che su esso insistono in via esclusiva) vanta un'autonoma dignità, per cui a nulla deve rilevare – salvo quanto si dirà nell'ultimo paragrafo della presente sezione – la circostanza per cui l'interesse avvantaggiato nell'operazione posta in essere in sacrificio di un comparto sia un interesse parimenti sociale; come a nulla deve rilevare la circostanza per cui un atto estraneo all'oggetto della destinazione rientri invece nell'oggetto di destinazione di un altro comparto. Se il punto di riferimento per valutare la gestione di una società multicomparto devono essere l'interesse e l'oggetto sociale di ciascun comparto isolatamente considerato, dette circostanze saranno in linea di principio assolutamente indifferenti, non essendovi giustificazione alcuna per cui i

creditori o gli investitori settoriali debbano tollerare un depauperamento del proprio patrimonio di riferimento, ovvero l'impiego delle risorse in esso comprese per affari non pertinenti al suo oggetto, solamente perché ciò va a vantaggio di un altro comparto e quindi dei creditori e degli investitori di quello.

In conclusione, se il punto di riferimento nella disciplina del governo societario di società multicomparto deve essere ravvisato nell'interesse e nell'oggetto di destinazione del singolo comparto, è con esclusivo riguardo a questi ultimi che devono giudicarsi anche operazioni ad essi estranee ma pertinenti a quelli di un altro comparto della medesima società.

Di seguito si procederà distinguendo le singole fattispecie problematiche, determinando, per ciascuna di esse, prima la regola di gestione fisiologica²⁵, poi la disciplina conseguente ad eventuali violazioni della prima. Si vedrà solo nell'ultimo paragrafo come, a quali condizioni ed entro quali limiti può attribuirsi rilevanza all'unitarietà della società.

SEZIONE 2 – LA GESTIONE DEI SINGOLI COMPARTI: REGOLE E PATOLOGIE.

2.1. La disciplina del conflitto di interessi relativa agli Oicr.

Per poter individuare le regole da osservare nell'amministrazione di società multicompartimentali, sembra opportuno dare, ancora una volta, uno sguardo a come sono disciplinati i problemi di conflitto di interessi negli Oicr²⁶.

²⁵ Sulla necessità di individuare le regole per lo svolgimento fisiologico di un'impresa multicomparto, v. P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 155.

²⁶ Dovendo trattare il tema dei conflitti di interessi nelle società multicomparto, il primo passaggio che occorre svolgere riguarda la precisazione del tipo di conflitti di interessi che costituiscono l'oggetto della presente indagine. Benché infatti si parli di conflitti di interessi di società multicomparto e benché le tipiche società multicomparto siano gli intermediari finanziari, quelli di cui si parla nel presente lavoro non sono i conflitti di interessi di cui alla disciplina del T.u.f. e a cui solitamente ci si riferisce quando si parla di conflitti di interessi degli intermediari finanziari. Queste ultime fattispecie, infatti, riguardano il conflitto tra l'interesse dell'intermediario finanziario e quello del cliente: il che significa che la fattispecie "conflitto di interessi", in quell'accezione e in quel contesto, indica un momento di lesione dell'interesse del cliente e di soddisfazione, invece, dell'interesse dell'intermediario. Le fattispecie oggetto di questa analisi, invece, non riguardano alcun pregiudizio del cliente (o, più in generale, della controparte

Il dato normativo di partenza è l'art. 35-*decies*, comma 1, lett. b), T.u.f., ai sensi del quale le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni «si organizzano in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agiscono in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr gestiti». In tale norma si trova un primo indice normativo del problema dei possibili conflitti di interesse che possono sorgere nella gestione di società dotate di una pluralità di comparti autonomi²⁷.

Di particolare rilievo è il riferimento contenuto nella citata disposizione all'equo trattamento, da leggersi come limite ultimo alla realizzazione, da parte del gestore, di un interesse che – seppur coincidente con quello di uno o più partecipanti – risulti, rispetto a quello dell'Oicr gestito, confliggente e pregiudizievole. Oltre tale limite, si sfocerebbe nell'inadempimento contrattuale. Come rilevato in dottrina, «richiedere alla SGR di agire assicurando l'“equo trattamento” significa che la stessa non deve abusare della fiducia ripostagli dai partecipanti all'OICR con l'affidamento dell'incarico di gestione, ponendo in essere operazioni finalizzate a privilegiare il suo interesse o quello di altro soggetto (ad es., un investitore, una società del gruppo della SGR, ecc...) a discapito dell'interesse dell'OICR gestito»²⁸. Ne consegue che, qualora ad essere in conflitto fosse l'interesse di uno o più partecipanti, dovendosi ritenere il loro interesse “esaurito” nell'interesse dell'Oicr, gli amministratori di quest'ultimo avranno l'obbligo di “mediatamente” comportarsi in modo corretto nell'interesse anche degli altri partecipanti e, quindi, di tendere comunque verso condotte che possano dirsi rispettose dell'incarico collettivo di gestione²⁹. Sicché, il concetto di “equo trattamento” viene in considerazione come “clausola di chiusura” della disciplina sui conflitti di interessi, nel senso di subentrare quando le misure organizzative adottate dall'Oicr per la gestione del conflitto di interessi risultino insufficienti ad escludere, con ragionevole certezza, il rischio che il conflitto rechi pregiudizio agli Oicr gestiti³⁰.

contrattuale), ma concernono un pregiudizio per la stessa società. Si tratta, cioè, di tutte le ipotesi in cui l'interesse leso è proprio quello della società, contrariamente, quindi, alla fattispecie sopra menzionata, dove invece l'interesse sociale trae beneficio dalla situazione di conflitto di interessi.

²⁷ M. G. IOCCA, voce *Sicav*, cit., p. 767.

²⁸ G. LEGGIERI, *Commento all'art. 40*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, cit., p. 616 s.

²⁹ G. LEGGIERI, *Commento all'art. 40*, cit., p. 617.

³⁰ G. LEGGIERI, *Commento all'art. 40*, cit., p. 618.

La materia è poi attuata in dettaglio dal Regolamento Intermediari, adottato dalla Consob con delibera n. 20203 del 15 febbraio 2018³¹.

La normativa secondaria prosegue esattamente sulla medesima impostazione adottata dal T.u.f. per disciplinare i conflitti di interessi propri di Sgr, Sicav e Sicaf: all'art. 115, il Regolamento dispone che «[i] gestori considerano, tra le circostanze idonee a far sorgere un conflitto di interessi, le situazioni, anche emergenti in fase di costituzione dell'OICR, che danno origine a un conflitto tra: a) gli interessi del gestore, compresi i suoi soggetti rilevanti o qualsiasi persona o entità avente stretti legami con il gestore o un soggetto rilevante, e gli interessi dell'OICR gestito dal gestore o gli interessi dei partecipanti a tale OICR; b) gli interessi dell'OICR, ovvero dei partecipanti, e gli interessi di altri OICR o dei rispettivi partecipanti; c) gli interessi dell'OICR, ovvero dei partecipanti, e gli interessi di un altro cliente del gestore; d) gli interessi di due o più clienti del gestore».

Come si vede, la norma riportata prende in considerazione i problemi di conflitti di interessi in realtà presenti in qualsiasi società multicompartimentale, non necessariamente appartenente al settore delle attività finanziarie: si tratta in particolare delle fattispecie di conflitto tra l'interesse del gestore e l'interesse di un Oicr (qual è un fondo comune di investimento o il comparto di una Sicav o Sicaf multicomparto), o dei suoi partecipanti, ovvero il conflitto tra l'interesse di un Oicr, o dei suoi partecipanti, e l'interesse di altro Oicr, o dei suoi partecipanti.

Il terzo comma del predetto art. 115 stabilisce che i conflitti summenzionati debbano essere dal gestore «a) identificati; b) gestiti tramite idonee misure organizzative in modo da evitare che tali conflitti possano ledere gravemente uno o più OICR gestiti e i loro clienti».

Anche il quarto comma pone una regola interessante ai fini della presente indagine: «[i] gestori tengono distinti i compiti e le responsabilità che possono essere considerati incompatibili fra loro o che appaiono idonei a creare sistematici conflitti di interesse».

³¹ Prima dell'entrata in vigore del nuovo Regolamento Intermediari, la materia era disciplinata dal Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, del 29 ottobre 2007. Detto provvedimento è ancora in vigore, ma la parte dedicata alla regolazione del conflitto di interessi di intermediari ed investitori istituzionali risulta ora abrogata e sostituita dal citato Regolamento Intermediari.

Il quinto comma della medesima norma così dispone: «[n]el caso in cui i conflitti di interesse non possano essere gestiti tramite efficaci misure organizzative, si applica l'articolo 34 del regolamento (UE) n. 231/2013 in conformità alla politica di gestione dei conflitti di interesse disciplinata dall'articolo 117».

Particolarmente eloquente è anche l'art. 116 del Regolamento Intermediari, a norma del quale «[i] gestori di OICVM rendono disponibile periodicamente ai clienti, mediante adeguato supporto duraturo, un'informativa sulle situazioni di conflitto di interesse di cui all'articolo 115, comma 5, illustrando la decisione assunta dagli organi o dalle funzioni competenti e la relativa motivazione»³².

La normativa sin qui riportata va infine integrata con quanto stabilito dagli artt. 30-37 del Regolamento delegato (Ue) 231/2013 della Commissione, del 19 dicembre 2012, il quale pone una disciplina uniforme a livello europeo per la materia del conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio. Detta disciplina prescrive ai gestori di elaborare ed attuare una politica di gestione dei conflitti di interesse; ciò significa, chiarisce il Regolamento, individuare le circostanze che configurano o potrebbero generare un conflitto di interesse che comporti il rischio significativo di danno agli interessi del patrimonio gestito in monte o dei suoi investitori, e stabilire le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire, gestire e monitorare tali conflitti. Viene inoltre imposto ai gestori di monitorare le attività nelle quali possono sorgere conflitti di interessi e, qualora le disposizioni organizzative o amministrative adottate non siano sufficienti a prevenire con ragionevole certezza i rischi di danni agli interessi del patrimonio gestito o dei suoi investitori, di adottare ogni decisione o misura necessaria per assicurare che il gestore agisca nel miglior interesse del patrimonio gestito e di quanti hanno investito in esso³³.

³² Per quanto riguarda poi «politica, procedure e misure per la prevenzione e gestione dei conflitti di interesse» (art. 117) e «monitoraggio dei conflitti di interesse» (art. 118), il Regolamento Intermediari si limita a rinviare a quanto stabilito dal Regolamento europeo 231/2013, cui si accennerà subito di seguito in testo.

³³ Si riportano per completezza espositiva gli articoli del Regolamento (UE) 231/2013 concernenti il conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio. Art. 30 (Tipi di conflitti di interesse): «Per individuare i tipi di conflitti di interesse che possono insorgere nel corso della gestione del FIA, il GEFIA considera se il GEFIA stesso, un soggetto rilevante o una persona avente un legame di controllo, diretto o indiretto, con il GEFIA si trovi in una delle seguenti situazioni: a) è probabile che realizzi un guadagno finanziario o eviti una perdita finanziaria a spese del FIA o dei suoi investitori; b) ha un interesse distinto da quello del FIA nel risultato del servizio prestato o dell'attività eseguita a favore del FIA o dei suoi investitori o di un cliente o dell'operazione realizzata per conto del FIA o di un cliente; c) ha un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare: — gli interessi di un OICVM, di un cliente o di un gruppo di clienti o di un altro FIA rispetto agli interessi del FIA, — gli interessi di un investitore rispetto agli interessi di un altro investitore o gruppo di investitori dello stesso FIA; d) esegue le stesse attività per il

FIA e per un altro FIA, un OICVM o un cliente; o e) riceve o riceverà da una persona diversa dal FIA o dai suoi investitori un incentivo in relazione alle attività di gestione collettiva di portafogli fornite al FIA, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio». Art. 31 (Politica di gestione dei conflitti di interesse): «1. Il GEFIA istituisce, attua e applica un'efficace politica di gestione dei conflitti di interessi. Tale politica è formulata per iscritto ed è adeguata alla dimensione e all'organizzazione del GEFIA e alla natura, alla scala e alla complessità della sua attività. Qualora il GEFIA appartenga ad un gruppo, tale politica tiene conto anche delle circostanze, di cui il GEFIA è o dovrebbe essere a conoscenza, che potrebbero causare un conflitto di interesse risultante dalla struttura e dalle attività degli altri membri del gruppo. 2. La politica di gestione dei conflitti di interesse messa in atto conformemente al paragrafo 1 include quanto segue: a) l'individuazione, in riferimento alle attività svolte dal GEFIA o per suo conto, comprese quelle svolte da un delegato, un subdelegato, un valutatore esterno o una controparte, delle circostanze che configurano o potrebbero generare un conflitto di interesse che comporti il rischio significativo di danno agli interessi del FIA o dei suoi investitori; b) le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire, gestire e monitorare tali conflitti». Art. 32 (Conflitti di interesse riguardanti il rimborso degli investimenti): «Il GEFIA che gestisce un FAI di tipo aperto individua, gestisce e monitora i conflitti di interesse che insorgono tra gli investitori che desiderano ottenere il rimborso dei loro investimenti e gli investitori che desiderano mantenere i loro investimenti nel FIA, nonché i conflitti tra l'incentivo del GEFIA ad investire in attività illiquide e la politica di rimborso del FIA conformemente agli obblighi previsti all'articolo 14, paragrafo 1, della direttiva 2011/61/UE». Art. 33 (Procedure e misure per la prevenzione o la gestione dei conflitti di interesse): «1. Le procedure e le misure previste per la prevenzione o la gestione dei conflitti di interesse sono volte a garantire che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività professionali che comportano un rischio di conflitto di interesse svolgano dette attività con un grado di indipendenza appropriato alla dimensione e alle attività del GEFIA e del gruppo cui esso appartiene e alla significatività del rischio di danno agli interessi del FIA o dei suoi investitori. 2. Laddove necessario e appropriato affinché il GEFIA possa assicurare il grado di indipendenza richiesto, tra le procedure da seguire e le misure da adottare conformemente all'articolo 31, paragrafo 2, lettera b), rientrano: a) procedure efficaci per impedire o per controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività di gestione collettiva di portafogli o altre attività di cui all'articolo 6, paragrafi 2 e 4, della direttiva 2011/61/UE che comportino un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio delle informazioni possa ledere gli interessi di uno o più FIA o dei loro investitori; b) la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni implicino l'esercizio di attività di gestione collettiva di portafogli per conto di clienti o investitori o la prestazione di servizi a clienti o investitori i cui interessi possano entrare in conflitto o che rappresentino in altro modo interessi diversi che possono entrare in conflitto, ivi compresi quelli del GEFIA; c) l'eliminazione di ogni legame diretto tra la retribuzione dei soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente un'attività e la retribuzione di, o i redditi generati da, altri soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente un'altra attività, nel caso in cui possa sorgere un conflitto di interesse in relazione a dette attività; d) misure miranti a impedire o a limitare l'esercizio da parte di qualsiasi persona di un'influenza indebita sul modo in cui un soggetto rilevante svolge le attività di gestione collettiva di portafogli; e) misure miranti a impedire o a controllare la partecipazione simultanea o consecutiva di un soggetto rilevante ad attività distinte di gestione collettiva di portafogli o ad altre attività di cui all'articolo 6, paragrafi 2 e 4, della direttiva 2011/61/UE, quando tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse. Se l'adozione o l'applicazione di una o più tra le suddette misure e procedure non assicura il grado richiesto di indipendenza, il GEFIA adotta tutte le misure e procedure alternative o aggiuntive che siano necessarie e appropriate a tali fini». Art. 34 (Gestione dei conflitti di interesse): «Qualora le disposizioni organizzative o amministrative adottate dal GEFIA non siano sufficienti a prevenire, con ragionevole certezza, i rischi di danni agli interessi del FIA o degli investitori del FIA, l'alta dirigenza o un altro organo interno competente del GEFIA è informato prontamente affinché possa adottare ogni decisione o misura necessaria per assicurare che il GEFIA agisca nel miglior interesse del FIA o degli investitori del FIA». Art. 35 (Monitoraggio dei conflitti di interesse): «1. Il GEFIA tiene e aggiorna periodicamente un registro nel quale riporta i tipi di attività svolti da esso o per suo conto, per i quali sia sorto, o, nel caso di un'attività in corso, possa sorgere un conflitto di interesse che comporta il rischio significativo di danno agli interessi di uno o più FIA o dei suoi investitori. 2. L'alta dirigenza riceve frequentemente, almeno una volta all'anno, relazioni scritte sulle attività di cui al paragrafo 1». Art. 36 (Comunicazione dei conflitti di interesse): «1. Le informazioni da comunicare agli investitori a norma dell'articolo 14, paragrafi 1 e 2, della direttiva 2011/61/UE sono fornite su un supporto durevole o tramite sito Internet. 2. Qualora le informazioni di cui al paragrafo 1 siano fornite tramite sito Internet e non siano indirizzate personalmente all'investitore, sono soddisfatte le condizioni seguenti: a) l'investitore deve essere stato

Occorre domandarsi se dalla disciplina appena riportata possano estrarsi principi generali suscettibili di applicazione anche all'amministrazione di società multicomparto chiamate a gestire una pluralità di patrimoni separati. A tal fine, si deve verificare se la diversità del fenomeno (di diversificazione industriale di un'impresa e non di diversificazione finanziaria dell'investitore) oggetto della gestione incida o meno sul punto: bisogna dunque capire quali norme sono specificamente dettate per il mondo finanziario e quali invece sono dettate pensando in generale alle realtà multicompartimentali³⁴.

Punto di partenza di tale indagine è un dato interessante: il legislatore prende atto che, tanto nei servizi di investimento, quanto nella gestione patrimoniale, è *normale* che l'intermediario agisca in situazione di potenziale conflitto di interessi³⁵. Non solo: proprio nelle fattispecie dove si annidano potenziali conflitti di interessi spesso si danno le migliori opportunità di investimento per i clienti, sia perché l'intermediario può essere a conoscenza in anticipo di un collocamento o di un'emissione particolarmente convenienti, sia perché operazioni infragruppo o condotte dai diversi settori di attività di un intermediario "polifunzionale" possono portare significativi risparmi di spese e commissioni³⁶.

Per queste ragioni, anziché adottare la soluzione più drastica e quindi vietare in assoluto il compimento di operazioni in conflitto di interessi, il legislatore non ha adottato la soluzione più drastica e rigida di vietare il compimento di operazioni esposte al rischio di conflitti di interessi, ma ha imposto un obbligo di *gestione* del conflitto di interessi e, ove non gestibile, un obbligo di comunicazione al cliente³⁷. O meglio: il

informato dell'indirizzo del sito Internet e della pagina sul sito Internet in cui possono essere reperite le informazioni e aver acconsentito alla fornitura delle informazioni con tali modalità; b) le informazioni devono essere aggiornate; c) le informazioni devono essere continuamente accessibili tramite tale sito per il periodo di tempo ragionevolmente necessario all'investitore per consultarle». Art. 37 (Strategie per l'esercizio dei diritti di voto): «1. Il GEFIA elabora strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto detenuti nel portafoglio del FIA gestito, a esclusivo beneficio del FIA e dei suoi investitori. 2. La strategia di cui al paragrafo 1 definisce misure e procedure per: a) monitorare le pertinenti operazioni sul capitale (corporate action); b) assicurare che i diritti di voto siano esercitati conformemente agli obiettivi e alla politica di investimento del FIA interessato; c) prevenire o gestire ogni conflitto di interesse risultante dall'esercizio dei diritti di voto. 3. Una sintesi delle strategie e i dettagli delle misure adottate sulla base di dette strategie sono messi a disposizione degli investitori su loro richiesta».

³⁴ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 51 s., testo e nt. 96.

³⁵ R. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa*, 2007, I, p. 431.

³⁶ Così sempre R. LENER, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 432.

³⁷ Cfr. R. LENER, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 434, il quale osserva come il giudizio circa la "sufficienza" delle misure adottate dall'impresa per "gestire" i conflitti sia, in ultima analisi, demandato all'impresa stessa, sì che ove l'intermediario abbia a ritenere sufficienti le misure organizzative adottate

legislatore *suggerisce* l'adozione di misure organizzative di gestione dei conflitti, anche se in modo generico e senza imporle, e fa invece perno sui doveri di *comunicazione preventiva* al cliente, lasciando aperta la possibilità di informative generiche iniziali, che inevitabilmente diventano dichiarazioni standardizzate, di stile, poco utili al cliente (ma utili semmai all'intermediario "diligente", al fine di escludere la propria colpevolezza)³⁸.

La sensazione è dunque che il legislatore europeo (e di seguito i legislatori nazionali, che svolgono una concorrenza "al ribasso" e certo sono restii ad introdurre norme più restrittive di quelle minime imposte a livello europeo) abbia scelto di optare per forme organizzative di gestione del conflitto, che vincolino in modo minimo il comportamento dell'intermediario, inevitabilmente facendo affidamento sul controllo a posteriori demandato all'Autorità di vigilanza e all'Autorità giudiziaria in sede di verifica di "onestà e correttezza" dell'azione dell'intermediario stesso³⁹.

Si è tuttavia evidenziato come, a differenza delle gestioni individuali, nelle gestioni patrimoniali collettive il "presidio" più significativo sia rappresentato dall'esistenza di un depositario, sul quale, da un lato, si appuntano gli obblighi di controllo della liceità delle operazioni disposte sul patrimonio stesso, anche alla luce delle norme di gestione dei conflitti, e la responsabilità conseguente e che, dall'altro, ha non solo la detenzione del patrimonio, ma è anche l'unico soggetto abilitato a disporne, sia pur su indicazione della Sgr⁴⁰. Dunque, il depositario offre la garanzia che limiti e criteri di gestione del conflitto introdotti a priori siano davvero rispettati nel corso dell'attività di gestione, senza bisogno di dover aspettare la verifica a posteriori, spesso tardiva, dell'Autorità Giudiziaria o dell'Autorità Amministrativa⁴¹.

La disciplina ora analizzata non pare però estendibile alle società multicomparto di diritto comune. Più precisamente: può senz'altro leggersi nei precetti concernenti gli obblighi di prevenzione e monitoraggio una declinazione del canone di diligenza e dell'obbligo di adeguatezza amministrativa ed organizzativa cui sono soggetti gli

(ad es., di separazione dei flussi informativi mediante le c.d. muraglie cinesi), e siffatto giudizio sia da ritenersi espresso in buona fede o comunque in modo non negligente, esso non sarà responsabile nei confronti dei clienti per eventuali danni subiti a causa dell'operazione effettuata in conflitto di interessi, né sarà esposto a sanzioni amministrative per violazione di regole di condotta. Quanto poi al contenuto dell'informazione da rendere al cliente nell'ipotesi di (auto-valutata) insufficienza delle misure organizzative, il legislatore richiede che si comunichi a) chiaramente e b) prima di agire per suo conto la natura generale e/o le fonti dei conflitti di interessi.

³⁸ R. LENER, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 439.

³⁹ R. LENER, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 436.

⁴⁰ R. LENER, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 451 s.

⁴¹ R. LENER, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 453.

amministratori di ogni s.p.a. a norma degli artt. 2392 e 2381 c.c.; ma la normativa settoriale sembra comunque dettare delle regole troppo distanti dagli strumenti di tutela predisposti dal diritto societario comune, che pare invece generalmente più concentrato sui rimedi, di natura reale ed obbligatoria, attraverso i quali reagire ad operazioni pregiudizievoli per l'interesse della società, dei soci, degli investitori in genere e dei creditori sociali.

In conclusione, dalla regolamentazione settoriale può sicuramente trarsi un utile spunto per vagliare l'accuratezza con cui gli amministratori hanno gestito i conflitti di interessi ed hanno tentato di prevenire i danni che ad essi possono seguire: specie in società di grandi dimensioni, potrebbe infatti essere non del tutto scorretto pretendersi la predisposizione di misure simili a quelle indicate dal Regolamento Intermediari e dal Regolamento (Ue) 231/2013. Si rende tuttavia necessario andare a ricercare nel sistema codicistico gli elementi normativi sulla cui base ricostruire (od elaborare in una prospettiva innovativa) gli strumenti di tutela degli interessi di investitori e creditori settoriali.

2.2. Prima fattispecie problematica: la distribuzione delle risorse tra i vari comparti patrimoniali e l'assegnazione di opportunità d'affari.

La creazione di una struttura multicompartimentale, anche solo meramente interna, pone prima di tutto un problema di governo societario nel momento in cui si devono individuare i criteri per l'allocazione tra i comparti delle risorse finanziarie comuni e delle opportunità di affari⁴².

La problematica concerne l'ipotesi in cui vi sia una "cassa centrale" dalla quale partono erogazioni di finanziamenti ai vari comparti. È bene chiarire che simile problematica può porsi esclusivamente nel caso in cui il gruppo endosocietario abbia struttura patrimoniale piramidale. Qualora, invece, questo abbia struttura patrimoniale orizzontale, qualunque movimento di risorse avviene invece da un comparto verso un altro e quindi, distraendo risorse alla garanzia di creditori ed investitori del comparto "finanziatore", si verifica una fattispecie di drenaggio di risorse di cui si tratterà nel prossimo paragrafo. Il motivo per cui, invece, nel caso di gruppo endosocietario a

⁴² G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 165; G. MIGNONE, *«Tracking shares» e «actions reflect»*, cit., p. 617; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 223; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 123; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 145 s.

struttura patrimoniale piramidale si ritiene non ricorra una fattispecie di drenaggio di risorse – e ciò, si badi, quand’anche il comparto centrale abbia un proprio ceto creditorio ed una propria classe di investitori – va ravvisato nel fatto che qui vi è un comparto (quello centrale appunto) istituzionalmente deputato a svolgere tale funzione; sicché l’erogazione di finanziamento costituisce in realtà una distribuzione di risorse comuni cui quel comparto, con funzione di “cassa centrale”, *deve* provvedere.

Il problema di cui si tratta nel presente paragrafo è quindi *come* vadano distribuite tra i vari comparti le risorse presenti nella “cassa centrale”.

Altra questione, leggermente differente da quella appena descritta, è come la società debba distribuire tra i vari comparti le opportunità d’affari. Può difatti accadere che due o più comparti non siano destinati ad attività tra loro nettamente eterogenee e si pongano perciò in rapporto di concorrenza. Se così fosse, l’organo amministrativo, che riuscisse a procurarsi un affare, potrebbe trovarsi nell’imbarazzo di dover scegliere a quale comparto imputarlo.

Quest’ultima questione si pone in termini piuttosto simili rispetto a quella più sopra menzionata e merita dunque di venire trattata unitamente ad essa.

In riferimento ad entrambe le questioni anzi accennate, il legislatore non ha fornito alcuna chiara soluzione; anzi, il tema non viene proprio preso in considerazione dalla legge⁴³. Le soluzioni sono perciò rimesse all’elaborazione della dottrina.

L’opinione maggioritaria ha elaborato la tesi secondo cui la società dovrebbe in proposito svolgere un’opera perequativa tra i diversi comparti: gli amministratori, quindi, dovrebbero distribuire tra i vari comparti in maniera equa le risorse finanziarie e le opportunità di affari⁴⁴. Ma il criterio della gestione perequativa importa un’ulteriore conseguenza: esso imporrebbe anche il compimento di interventi di emergenza a favore di un determinato settore in crisi, il quale dovrebbe perciò essere dagli amministratori momentaneamente favorito anche a scapito di uno o più altri comparti⁴⁵.

⁴³ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 223.

⁴⁴ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 118 ss., secondo cui la perequazione si comporrebbe di due distinte componenti: il momento della comparazione dei risultati economici raggiunti dai vari settori e quello, successivo, del coordinamento delle attività svolte da ciascuno di essi, nell’ottica della migliore funzionalità produttiva del complesso. M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 141 ss.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 224; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 174.

⁴⁵ Così, a proposito delle società emittenti azioni correlate, P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 177 s.: «le specifiche caratteristiche delle azioni correlate farebbero ritenere come lecita una gestione che favorisca stabilmente un settore rispetto agli altri, se questo risulta in perdita: per la ragione che gli azionisti correlati rispetto ai settori, in ipotesi lesi, riceverebbero comunque un beneficio, se si ricorda che l’utile distribuibile deve essere comunque calcolato sulla base del bilancio generale».

Questa tesi evidentemente rappresenta un precipitato della suesposta concezione unitaria dell'interesse sociale delle società multicomparto: quanti vi aderiscono difatti sostengono che, qualora sia giustificato da un'esigenza perequativa, il pregiudizio arrecato ad un comparto sia legittimo e non integri una lesione dell'interesse sociale⁴⁶.

Le regole sopra proposte non sembrano del tutto convincenti. O, meglio, sembra opportuno complicare un attimo il discorso. Benché infatti quelle riportate siano tesi intuitivamente condivisibili, una diversa interpretazione del canone di diligenza cui è soggetto l'organo amministrativo suggerisce di sviluppare anche differenti argomenti.

Bisogna muovere dalla considerazione per cui il denaro a disposizione della società è una risorsa scarsa, nel senso che, essendo quantitativamente limitata, impone delle scelte allocative: di qui, evidentemente, la necessità di compiere delle scelte in ordine a "quanto destinare a chi".

La prima considerazione in tema è che il criterio o i criteri di ripartizione delle risorse contenute nella "cassa centrale" o di assegnazione di opportunità d'affari tra comparti concorrenti ben possono essere stabiliti nello statuto. Nel qual caso, non paiono peraltro nemmeno esservi particolari limiti all'autonomia privata nel definirli: se infatti il comparto centrale non avesse creditori né investitori, e dunque aventi causa da soddisfare, i finanziamenti a fondo perduto erogati in favore di un comparto piuttosto che di un altro costituirebbero un "di più" del quale il settore destinatario beneficerebbe a titolo gratuito. Il criterio di scelta sul comparto destinatario può invero rispondere a qualunque logica perché semplicemente non vi è un comparto – e con esso una categoria di soggetti – che ne risulta pregiudicato. Potrebbe perciò scegliersi un criterio basato sulla ripartizione paritaria delle somme tra i vari comparti, un criterio basato sulla giovinezza di un certo settore (così da finanziare i rami in avvio), o perfino un criterio che rimetta all'organo amministrativo o assembleare una scelta puramente discrezionale. In quest'ultimo caso, gli azionisti e gli altri investitori, essendo un tanto previsto chiaramente in statuto, avrebbero modo di accettare o meno un tale sistema; per quanto riguarda i creditori "commerciali", cui invece generalmente non interessano questi aspetti, essi non paiono a ben vedere avere ragioni per dolersi del fatto che la società abbia deciso di destinare del *surplus*, contenuto in un comparto *diverso* da quello che costituisce la loro garanzia patrimoniale, ad un comparto diverso ancora.

⁴⁶ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 120; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 143 s.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 224 s.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 175 s.

In mancanza di una previsione statutaria sul punto, occorre ricavare dal sistema il criterio legale residuale.

Se è vero che gli amministratori hanno la gestione anche del comparto “centrale”, e se è vero che detto comparto centrale svolge la funzione di “cassa”, ne consegue che occorre individuare il criterio cui deve rispondere la gestione della “cassa”. Ma tale criterio, poiché rappresenta il parametro di valutazione della gestione, da parte degli amministratori, di quello che è pur sempre un comparto della società (il comparto “centrale” appunto), deve declinarsi come specificazione del più generale criterio di diligenza cui, a norma dell’art. 2392, devono conformarsi gli amministratori.

Ebbene, può forse riflettersi sul fatto che il criterio di diligenza è un criterio ontologicamente differente dal criterio di equità e, dunque, i due non sempre collimano. Il primo, infatti, impone di impiegare le risorse scarse della società nel modo in cui sia ragionevole presumere possa derivarne il ritorno più certo e/o più consistente. Il secondo, invece, proprio come riferito sopra impone di impiegare le risorse scarse anche in modo apparentemente antieconomico, laddove ciò risponda ad una finalità solidaristica; finalità, che si traduce nel sostenere finanziariamente i settori più deboli così da evitarne il tracollo cui altrimenti, a condizioni di mercato, rischierebbero di andare incontro.

Il criterio solidaristico (o equitativo, a seconda delle preferenze) è sicuramente il criterio da adottare qualora la compartimentazione della società sia meramente interna: è del tutto evidente, infatti, che laddove si trascurasse l’assistenza finanziaria ad un comparto più debole e questa debolezza si trasformasse in crisi, tale crisi potrebbe finire per andare ad intaccare i diritti di creditori ed investitori anche degli altri comparti. Non essendovi infatti in questo caso una separazione delle garanzie patrimoniali, la compartimentazione dei risultati negativi trova un limite – si è visto nel primo capitolo – nel valore del patrimonio netto di settore; una volta che le perdite lo abbiano totalmente eroso, non essendo dedicato al ramo d’impresa un patrimonio autonomo il cui valore netto può voltare in territorio negativo, le ulteriori perdite andranno inevitabilmente ad erodere il patrimonio netto riferibile agli altri settori di attività.

Alla luce di queste considerazioni, risponde senz’altro all’interesse di creditori e di investitori degli altri settori che un comparto in difficoltà venga aiutato al fine di, innanzitutto, contenere le perdite entro lo stesso e, in secondo luogo, di tentare se possibile di invertire la tendenza dei suoi risultati economici. E dovendo gli

amministratori, in sostanza, agire nell'interesse dei creditori e degli investitori che vantano ragioni sul patrimonio da essi gestito, diventa giocoforza loro dovere provvedere a distribuire le risorse finanziarie tra i diversi comparti secondo un criterio perequativo, ossia privilegiando i settori maggiormente esposti a perdite.

Il discorso parrebbe tuttavia dover mutare allorché la società crei una compartimentazione anche esterna. In questo caso, infatti, ai diversi settori di attività sono dedicati dei patrimoni autonomi; e qualora – assumendo una prospettiva *de iure condendo* – divenisse possibile creare anche capitali sociali tra loro separati, i risultati dell'affare settoriale rimarrebbero, nel bene e nel male, *in ogni caso* delimitati entro il comparto ad esso dedicato.

Se dunque le perdite di un ramo dell'impresa societaria non potessero trasmettersi da un comparto all'altro, dovrebbero necessariamente modificarsi il criterio di ripartizione delle risorse contenute nella “cassa centrale”.

Venendo meno l'interesse degli altri creditori ed investitori all'equilibrio economico di tutti gli altri comparti, il criterio di gestione della “cassa centrale” dovrebbe allora consentire all'organo amministrativo di giustificare di fronte a tutti i diversi ceti di creditori ed investitori le ragioni per cui la risorsa scarsa è stata destinata ad un piuttosto che ad un altro.

Ebbene, sembra che il solo criterio che possa consentire agli amministratori di fornire una giustificazione al riguardo soddisfacendo il dovere di diligenza gravante su di essi sia un criterio legato al “merito creditizio”⁴⁷ dell'impresa settoriale. Gli amministratori dovranno perciò finanziare quei settori di attività che appaiono più promettenti e quindi più remunerativi, negando per converso l'erogazione di risorse a quei settori dove possa ragionevolmente presumersi che l'investimento non produca frutti ma serva unicamente a tamponare momentaneamente delle criticità strutturali nell'economia di un certo ramo d'affari. In sintesi, entro un gruppo endosocietario le risorse finanziarie dovrebbero andare non tanto al comparto che ne abbia bisogno, quanto piuttosto al comparto che le merita⁴⁸.

⁴⁷ Si badi che si usa il concetto di “merito creditizio” in un'accezione particolarmente ampia: difatti, non è necessario che il comparto “centrale” conceda credito ai comparti periferici; al contrario, i problemi che si stanno approfondendo in testo sorgono appunto quando il comparto centrale provveda a dei finanziamenti a fondo perduto e così distribuisca risorse scarse concedendole ad un comparto e negandole evidentemente ad altri.

⁴⁸ In questo senso, se ben s'intende, pare orientato R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 43 s., secondo cui «l'assegnazione delle risorse dovrebbe essere invece effettuata secondo criteri razionali, che tengano conto delle dimensioni, della produttività e delle potenzialità di

Tutte le considerazioni sin qui svolte può ritenersi valgono a risolvere anche il problema dell'assegnazione delle opportunità di affari tra comparti svolgenti attività concorrenti. A condizione però – è bene specificare – che di attività effettivamente concorrenti si tratti.

Bisogna ora verificare quali siano le conseguenze in caso di inosservanza delle regole di condotta sin qui delineate, siano esse di fonte statutaria, siano esse invece quelle residuali di fonte legale.

Si procederà ipotizzando prima una violazione operata dall'organo amministrativo, poi una violazione operata dall'organo assembleare.

Qualora l'organo amministrativo non rispetti i criteri stabili dallo statuto o quelli desumibili dal sistema legale, la relativa delibera sarà impugnabile a norma dell'art. 2388, comma 4: per cui, non solo da parte del collegio sindacale e degli amministratori assenti, dissenzienti o astenuti, ma si ritiene anche degli azionisti correlati, i quali potranno così dedurre l'illegittima preferenza di un settore correlato a discapito del proprio⁴⁹.

Oltre alla tutela reale, gli amministratori potranno poi essere considerati responsabili a norma dell'art. 2392.

Diversa la disciplina laddove la violazione dei criteri di distribuzione sia imputabile ad una condizione di conflitto di interessi, ad esempio perché uno o più amministratori detengono azioni di un determinato comparto (situazione di c.d. *disproportionate ownership interest*). In questo caso verrà in rilievo la disciplina posta dall'art. 2391⁵⁰. Si immagini dunque che, entro i margini di inevitabile discrezionalità, il consiglio di amministrazione debba valutare come svolgere la funzione perequativa, ovvero quale sia il settore maggiormente meritevole di ricevere il finanziamento:

sviluppo dei singoli rami aziendali, nonché delle eventuali relazioni di interdipendenza da cui gli stessi sono avvinati».

⁴⁹ M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 232; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 185.

⁵⁰ Sull'applicabilità dell'art. 2391 in caso di conflitti di interessi degli amministratori nell'operazione che riguarda il comparto, U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 130 ss.; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 176 nt. 139; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 154 ss.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 176 ss.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229 e p. 233, ove l'Autore, in adesione alla sua surriferita tesi sull'interesse sociale nelle società emittenti azioni correlate, afferma che potranno essere impuginate le delibere dalle quali possa conseguire un danno al valore aggregato delle partecipazioni sociali (i) in assenza di un'appropriata *disclosure* di un interesse settoriale di un determinato amministratore o (ii) in assenza di adeguata motivazione della delibera riguardante un'operazione che possa avvantaggiare un settore correlato a discapito di un altro in presenza del suddetto interesse o, ancora, (iii) qualora tali delibere siano approvate con il voto determinante dell'amministratore interessato. La ricostruzione dell'Autore appena riferita pare però escludere che sia applicabile l'art. 2391 qualora una delibera comporti un pregiudizio esclusivamente per un settore, senza cioè che ad essa segua un pregiudizio anche per il "valore aggregato" delle azioni.

laddove un amministratore detenga azioni o altri strumenti finanziari correlati all'andamento di un determinato comparto, avrà evidentemente interesse a che il finanziamento venga destinato a tale comparto; di qui il suo obbligo di rendere noto il proprio interesse e l'obbligo del consiglio di adeguatamente motivare la decisione di destinare il finanziamento proprio a quel comparto. In caso d'inosservanza di tali obblighi pubblicitari o di voto determinante dell'amministratore interessato, la delibera sarà annullabile e l'amministratore in discorso risulterà responsabile.

Passando all'assemblea, si ipotizzi che lo statuto rimetta ad essa la scelta ovvero la valutazione strumentale all'applicazione dei criteri di distribuzione.

In caso d'inosservanza dei criteri di distribuzione, la delibera sarà impugnabile a norma dell'art. 2377 perché adottata in violazione dello statuto (qualora vi fossero criteri statutari) o della legge (qualora invece si applicassero i suesposti criteri legali residuali).

Laddove invece in assemblea siano presenti soci in conflitto d'interessi (tipicamente perché titolari di azioni correlate ad un determinato comparto), la delibera adottata con il loro voto determinante sarà annullabile a norma dell'art. 2373 se il conflitto d'interessi ha inciso nel momento valutativo insito nell'applicazione di un criterio discrezionale⁵¹.

⁵¹ La dottrina che si è occupata delle azioni correlate sostiene anch'essa che sia applicabile l'art. 2373, ma in termini differenti: muovendo da una nozione unitaria di interesse sociale (ossia, come visto sopra, come interesse alla massimizzazione del valore delle azioni di tutte le categorie), si dice che in tanto una delibera potrà essere impugnata ai sensi dell'art. 2373 in quanto da essa possa derivare un danno al valore aggregato di tutte le partecipazioni sociali. Se invece una delibera non dovesse arrecare danno al valore aggregato, ma solo al valore di una determinata categoria di azioni correlate, allora non sarà annullabile a norma dell'art. 2373; le ragioni dei soci correlati sarebbero però tutelate attraverso la necessaria applicazione dell'art. 2376, per cui se la delibera in ipotesi dovesse arrecare un pregiudizio diretto o indiretto ad una categoria di azioni correlate, allora gli azionisti correlati potrebbero rendere tale delibera inefficace negandone l'approvazione. In questo senso si vedano U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 136 s.; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 161; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 243 s., testo e nt. 115; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 181, secondo cui «l'azionista portatore di una DEP, ovvero che possiede azioni di una sola classe, si troverà in conflitto di interessi rispetto a quelle deliberazioni che abbiano potenzialmente l'effetto di avvantaggiare una categoria azionaria a danno dell'altra, senza massimizzare il valore aggregato di tutte le azioni. Le deliberazioni assembleari approvate con il voto marginale di tale socio saranno pertanto impugnabili, a norma dell'art. 2377 c.c.» (corsivo originale).

2.3. *Seconda fattispecie problematica: i rapporti in danno al comparto.*

La seconda fattispecie problematica riguardante la gestione di una società multicomparto consiste nei criteri di amministrazione di ciascun comparto. Occorre dunque individuare le regole concernenti la gestione dei diversi comparti.

La tesi sopra proposta, per cui a ciascun comparto sarebbe riferibile uno specifico interesse sociale, conduce a ritenere che a questo soltanto debba aversi riguardo quando si compiono operazioni produttive di effetti giuridici attivi o passivi imputabili ad esso. Dunque, nel momento in cui la società conclude un contratto con un terzo e il contratto viene riferito ad uno specifico affare, le regole per sindacare l'operato degli amministratori dovrebbero ritenersi le medesime applicabili nel contesto delle società monocompartimentali; con la differenza che in questo caso dovrebbe assumersi a parametro di giudizio esclusivamente l'interesse sociale riferibile al singolo comparto interessato dall'operazione (e non già un onnicomprensivo interesse della società unitariamente intesa).

In caso di violazione di tali regole di condotta, poi, troverà applicazione il medesimo compendio normativo operante in caso di scorretta gestione di una società monocompartimentale.

Pertanto, qualora l'operazione con terzi pregiudizievole per il comparto sia imputabile all'organo amministrativo, si applicherà la disciplina di cui agli artt. 2388 e 2392⁵²; se però il pregiudizio fosse riconducibile alla presenza di uno o più amministratori interessati, si applicherà invece l'art. 2391.

Qualora invece l'operazione con terzi pregiudizievole per il comparto sia imputabile all'organo assembleare, troverà allora applicazione l'art. 2377; se però il pregiudizio fosse riconducibile alla presenza di uno o più soci in conflitto d'interessi, si applicherà invece l'art. 2373⁵³.

Sin qui si è ipotizzato che l'operazione posta in essere con terzi sia pregiudizievole per gli interessi degli azionisti (o al più degli investitori in capitale di rischio) settoriali. Bisogna però considerare anche la circostanza in cui l'operazione si riveli pregiudizievole (altresì) per i creditori particolari del comparto.

Senza dubbio sarà apprestabile la tutela di natura obbligatoria di cui all'art. 2394, quindi gli amministratori saranno tenuti a risarcire il danno arrecato in conseguenza

⁵² Sull'applicabilità dell'art. 2392 anche con riguardo alla gestione del singolo patrimonio destinato, G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato*, cit., p. 382 s.

⁵³ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 136 ss.

dell'«inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio [separato] (...) quando il patrimonio [separato] risulta insufficiente al soddisfacimento dei loro crediti».

Per quanto riguarda la tutela reale, senz'altro applicabile sarà la disciplina dell'azione revocatoria ordinaria. Per cui, qualora nella gestione del comparto vengano drenate risorse all'esterno della società al fine di sottrarle alla garanzia dei creditori settoriali, ciascuno di questi potrà agire a norma dell'art. 2901 per far dichiarare l'atto inopponibile nei suoi confronti.

Attualmente non risulta invece applicabile lo strumento della revocatoria fallimentare: in base al diritto vigente, infatti, i patrimoni destinati – ossia l'istituto che consente di conferire una struttura compartimentale esterna alle società di diritto comune – non possono fallire⁵⁴. Ma la maggior tutela apprestata al ceto creditorio dalla disciplina della revocatoria fallimentare (non fosse altro per il fatto di andare il suo eventuale esito vittorioso a vantaggio di tutti i creditori e non, come nella revocatoria ordinaria, a vantaggio del solo creditore attore) pare essere un ulteriore argomento a favore della proposta di assunzione di ciascun compendio, in caso di compartimentazione esterna, quale autonomo referente per l'applicazione della normativa fallimentare⁵⁵.

Sinora si è avuto riguardo alla fattispecie in cui vengono poste in essere operazioni tra un comparto ed un soggetto terzo rispetto alla società.

⁵⁴ F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 302 ss. e p. 316. Secondo G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 312 s., testo e nt. 48, gli atti relativi alla gestione di un patrimonio destinato potrebbero però essere revocati a norma dell'art. 67-bis l. fall. a favore del ceto creditorio del patrimonio generale, quando questo subisca un pregiudizio a causa della gestione del patrimonio destinato e a condizione che tali atti siano stati compiuti conoscendo lo stato di insolvenza in cui si trovava la società: secondo l'Autore, ciò potrebbe verificarsi, ad esempio, perché un fornitore del patrimonio destinato abbia percepito un corrispettivo notevolmente superiore a quello che sarebbe stato il giusto prezzo di mercato; in questo caso il pregiudizio per il patrimonio generale potrebbe derivare dal minore avanzo di liquidità spettante al patrimonio generale una volta terminato lo specifico affare.

⁵⁵ Cfr. però la condivisibile tesi di F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 76, ad opinione della quale, se si è ben compreso il pensiero dell'Autrice, in caso di fallimento della società gli atti di disposizione del patrimonio destinato posti in essere con terzi sarebbero revocabili, sussistendo i presupposti di cui all'art. 67 l. fall., a norma del successivo art. 67-bis l. fall.; ciò in quanto, a ben vedere, anche in simile ipotesi si ricadrebbe nella fattispecie di «atti che incidono su un patrimonio destinato» che «pregiudicano il patrimonio della società»: o perché impegnano anche il patrimonio generale della società (co)obbligato in solido a norma dell'art. 2447-*quinquies*, commi 3 e 4, o perché comunque, anche al di fuori dei casi appena richiamati, gli atti che incidono sulla cellula incidono indirettamente anche sul patrimonio generale della società, giacché una minor redditività della prima ne compromette poi la proficua liquidazione e la retrocessione del residuo alla società. L'esito della revocatoria fallimentare per queste ragioni vittoriosamente esperita dovrebbe ad ogni modo giovare alla cellula separata e ricadere solo indirettamente a beneficio del comparto generale.

La realtà delle società multicomparto si caratterizza però soprattutto per rendere concepibile la realizzazione di scambi e rapporti contrattuali anche tra comparti della medesima società: la dottrina si è da sempre espressa al riguardo in termini di rapporti intergestori⁵⁶, evidenziando la possibilità di configurare rapporti idonei a generare debiti e crediti di un comparto patrimoniale nei confronti dell'altro⁵⁷, nonché a generare veri e propri "mercati interni"⁵⁸.

Per inquadrare la fattispecie si è richiamata la teoria del rapporto unisoggettivo, precisando che una relazione giuridicamente rilevante tra due o più centri d'interessi, pur nell'unicità del soggetto, sia certamente ipotizzabile, perché il presupposto di vitalità del rapporto giuridico non si esaurisce nel mero soddisfacimento dell'interesse del creditore attraverso la prestazione del debitore, ma consiste nel dinamico svolgimento di un'attività duratura volta al perseguimento di utili⁵⁹. Altra parte della dottrina ha parlato di «operazioni economiche caratterizzate da una natura latamente negoziale e consistente in un trasferimento interno di risorse, la cui rilevanza sul piano dei risultati finanziari dei comparti si ripercuote inevitabilmente sulle aspettative e sugli interessi economici dei soci correlati»⁶⁰.

⁵⁶ G. OPPO, *Sulla «autonomia» delle sezioni di credito speciale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1979, I, p. 27; G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 168; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 123.

⁵⁷ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 294 s.

⁵⁸ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 41; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 57, p. 61, e p. 71 s.

⁵⁹ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 83 ss., dove si sostiene che «è proprio nello sviluppo dell'attività economica mediante l'investimento in nuove iniziative che risiede l'interesse legislativo alla costituzione ed alla permanenza di rapporti giuridici tra distinti centri d'interessi facenti capo al medesimo soggetto: qui il rapporto giuridico di regola interessa infatti anche terzi estranei alla sua costituzione. Ben può verificarsi, pertanto, la confluenza nello stesso soggetto (società) della duplice qualità di creditore e di debitore in relazione al medesimo rapporto intergestorio confluenza che non integra affatto i presupposti della confusione (art. 1253) perché, in presenza di patrimonio separati, sussistono all'evidenza interessi di altri soggetti – terzi qualificati, creditori del patrimonio sociale d'aventi causa del compendio dedicato –, indubbiamente meritevoli di tutela da parte dello stesso ordinamento giuridico, a mantenere in vita il rapporto intergestorio»; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 307 ss., secondo cui è ammissibile la «configurabilità di rapporti giuridici strutturati come relazioni tra *situazioni soggettive*: poli di tali relazioni divengono allora i due distinti centri di interesse, restando il soggetto un "elemento esterno al rapporto" perché esterno ad una situazione caratterizzata in virtù del rilievo centrale dell'organizzazione e dell'attività» (corsivo originale). Conseguenza del rilievo del centro d'interessi piuttosto che del soggetto è che la contestuale titolarità, in capo al medesimo soggetto, di un debito e del correlativo credito non produce l'estinzione del rapporto giuridico per confusione, perché vi sono terzi che vantano interessi meritevoli di tutela a che il rapporto giuridico rimanga in vita. Per converso, evidenzia sempre l'Autore, è ammissibile l'estinzione del rapporto giuridico per compensazione, posto che questa non comporta alcuna lesione dell'integrità del patrimonio destinato. Ancora (v. p. 314), conseguenza di questa impostazione è l'ammissibilità di costituire garanzie personali o reali a carico di un comparto e a beneficio di un altro, creando così una solidarietà passiva tra *patrimoni* e non tra *soggetti* debitori.

⁶⁰ Così P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 123. Cfr. anche A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., p. 1690, il quale, ipotizzando che la società con il proprio

I rapporti intergestori⁶¹ sollevano diverse problematiche in merito alla loro regolazione⁶². Si è infatti notato come l'unicità dell'organo amministrativo – allo stato la sola soluzione possibile –, cui è rimessa in via esclusiva la valutazione discrezionale dei rapporti in discorso, precluda una regolazione dei rapporti economici tra i diversi comparti secondo le normali dinamiche dell'autonomia contrattuale tra parti indipendenti; sicché vi è il rischio che i risultati di ciascun settore, influenzati dalla misurazione di tali rapporti intergestori, assumano un valore puramente convenzionale⁶³.

patrimonio “residuale” anticipi spese parzialmente imputabili al patrimonio separato, osserva come da un lato l'unicità del rapporto «impedisce di configurare un canonico rapporto di debito-credito», ma dall'altro la soluzione più logica dovrebbe essere che, per le somme corrispondenti ai costi imputabili al patrimonio separato, la società dovrebbe concorrere, a parità di condizioni, con i creditori del patrimonio separato, in quanto «[o]gni diversa soluzione contrasterebbe con l'esigenza di determinare esattamente i risultati dello specifico affare gestito attraverso il patrimonio separato, cui è finalizzato l'obbligo della contabilità separata, ed attribuirebbe ai creditori del patrimonio separato un vantaggio ingiustificato rispetto ai creditori della società».

⁶¹ Approfondisce il punto R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 111 e p. 145 s.: tra i rapporti intergestori figurerebbero anche i “rapporti interpatrimoniali latenti o impropri”, con ciò intendendosi riferire a quei casi in cui beni destinati ad uno specifico affare continuino ad usufruire dei vantaggi sinergici derivanti da interrelazioni (ad esempio di natura organizzativa o amministrativa) con l'attività generale della società: si pensi a dei beni immateriali (come il *know how*) che si rivelano effettivamente produttivi soltanto a condizione che vengano utilizzati in connessione a specifici beni del patrimonio residuo della società. Ma – evidenzia l'Autore – ai rapporti intergestori vanno ricondotti anche i problemi che pone la distribuzione dei costi e dei ricavi comuni. In argomento, si ritiene che le esigenze di tutela delle ragioni delle distinte classi di creditori dei comparti autonomi imponga di calcolare i costi dei servizi comuni a valore normale (secondo appunto la definizione data dall'art. 9 del Testo Unico delle imposte sui redditi) così da consentire l'emersione dell'utile o della perdita che dall'operazione scaturirebbe ove compiuta con terzi indipendenti in regime di libera concorrenza; un tale metodo di calcolo però non potrebbe evidentemente basarsi sull'effettiva fruizione del singolo fattore, dovendo necessariamente consistere in un computo forfettario, non privo di una certa approssimazione ma pur sempre preferibile in un contesto dinamico di svolgimento di un'attività economica che renderebbe oltremodo ardua l'individuazione di singole operazioni tra divisioni aziendali. L'Autore inoltre specifica (a p. 152) che laddove la società anticipi, con il proprio patrimonio generale, quote di spesa, imputabili al compendio separato (o viceversa), relativamente ad un bene o ad un servizio comune per cui sussista un obbligo di pagamento dell'intero prezzo verso i terzi, deve contabilizzarsi la passività corrispondente alla quota di costo imputabile alla società e evidenziarsi in bilancio altresì il diritto di credito della società verso il patrimonio destinato relativamente alla porzione di spese sostenuta per le esigenze dello “specifico affare”.

⁶² Evidenzia la problematicità, a livello di rapporti intergestori, derivante dalla titolarità in capo al medesimo soggetto di due o più comparti patrimoniali autonomi F. DI SABATO, *Sui patrimoni “destinati”*, cit., p. 56. La dottrina è concorde nel ritenere che simili rapporti vadano rappresentati nei singoli rendiconti di ciascun patrimonio destinato, mentre nel bilancio complessivo della società vadano elisi secondo la tecnica del consolidamento: R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 315 ss.

⁶³ G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions reflect», cit., p. 617; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 164. Cfr. anche G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 47; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 41 e p. 45; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 303 s., il quale evidenzia i problemi che si possono annidare nei rapporti intergestori: «[n]el merito, il soggetto investito del controllo contabile (collegio sindacale, revisore contabile o società di revisione) deve anzitutto verificare se l'assunzione o la ripartizione dei costi avvengono a seguito di negoziazione e libera determinazione di tutti i comparti coinvolti, valutando le

I rapporti intergestori non sono oggetto di alcuna disciplina legislativa⁶⁴.

Pertanto, anche in occasione dei rapporti intergestori il parametro che deve osservarsi per stabilire le condizioni a cui essi possono avvenire va individuato esclusivamente nell'interesse sociale compartimentale. Facendo salvo quanto si vedrà nell'ultimo paragrafo della presente sezione, tra i due comparti, pur appartenendo alla medesima società e pur venendo gestiti – almeno *de iure condito* – dai medesimi organi societari, dovrebbero instaurarsi dei rapporti riproducenti le stesse condizioni economiche che ciascuno dei comparti avrebbe reperito sul mercato se si fosse rivolto ad operatori terzi. Dalla prospettiva dei creditori e degli investitori settoriali, non può infatti assumere rilevanza l'appartenenza dei due comparti alla medesima società giacché i loro diritti sono rapportati unicamente alla consistenza del comparto di riferimento.

È pertanto pienamente condivisibile l'opinione dottrinale secondo cui nei rapporti intergestori il criterio per determinare il corretto valore cui deve avvenire lo scambio dovrebbe riferirsi al reale o presunto valore di mercato del bene o servizio fornito o acquistato; ossia, il criterio normalmente utilizzato in materia di gruppi. Laddove poi non fosse possibile utilizzare tale criterio, l'organo gestorio dovrebbe essere legittimato a derogarvi sulla base dei principi contabili generali (art. 2423, commi 3 e 4) e internazionali (IFRS 8), salvo darne adeguata informazione in sede di rendicontazione (arg. anche dall'art. 2497-*bis*, ult. comma c.c.)⁶⁵.

ragioni sottese ad eventuali deroghe a questi canoni. Va poi sicuramente effettuato altresì un controllo sulla reale entità e veridicità dei costi esposti e sull'effettivo sostenimento degli stessi».

⁶⁴ G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 245. Si veda tuttavia la proposta avanzata dal Prof. F. Di Sabato (consultabile in *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, 2006, p. 1146) di introdurre un articolo, numerato in bozza come 2447-*octies*, concernente specificamente i «[r]apporti tra patrimonio dedicato e restante patrimonio sociale» (così la rubrica ipotizzata) e del seguente tenore: «1. Gli amministratori devono trascrivere integralmente le operazioni che intercorrono tra il patrimonio dedicato e il restante patrimonio della società nel libro indicato nel n. 2 dell'art. 2447-*sexies* [un ipotizzato “registro delle operazioni intercorse tra il patrimonio dedicato e il restante patrimonio della società”, *n.d.a.*]. 2. Il contenuto delle operazioni tra il patrimonio dedicato e il restante patrimonio della società deve essere determinato in modo da escludere la possibilità del conflitto di interessi».

⁶⁵ Per la tesi dell'applicazione del valore di mercato si vedano: P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 168 s., il quale sottolinea (p. 169 nt. 117) che, come rilevato dalla dottrina statunitense, la determinazione delle condizioni delle transazioni intergruppo secondo il principio dell'“*arm's length basis*” si rivela una finzione sotto un duplice profilo: che le divisioni non possono negare il proprio consenso all'operazione e che esse sono creditori privi di poteri di esecuzione coattiva e necessariamente postergati rispetto ai terzi; G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 47; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 192; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 62; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 42 s., testo e nt. 78, secondo cui dovrebbe svolgersi una costante opera di raffronto con il valore di mercato della corrispondente operazione effettuata tra parti indipendenti, per cui, per esempio, prestiti ed anticipazioni tra comparti non solo dovrebbero essere produttivi di interessi, ma il relativo saggio non si

Coerentemente, non si è mancato di rilevare come sia pure necessario considerare i vari gradi di rischiosità differenziati dei diversi comparti, al fine di applicare, ad esempio, tassi di interesse differenziati a seconda della maggiore o minore rischiosità dell'attività cui è dedicato ciascun comparto, essendo altrimenti ingiustificato (laddove, non tenendosene conto, si applicassero i medesimi tassi a tutti i settori di attività) privilegiare le attività più rischiose (il cui valore sarebbe perciò sopravvalutato) ed i relativi creditori⁶⁶.

La regola anzi esposta, si badi, non vale solo nel caso di compartimentazione esterna, ma anche nel caso di compartimentazione meramente interna: il fatto che in questa fattispecie il patrimonio sociale resti unitario di fronte al ceto creditorio non significa assolutamente che, al proprio interno, possano liberamente spostarsi risorse da un settore all'altro. Infatti, gli azionisti e gli altri strumentisti in vario modo correlati all'andamento di uno specifico ramo d'impresa vantano diritti patrimoniali parametrati alla consistenza di quel comparto patrimoniale. Quindi, se la società drenasse ingiustificatamente (ossia, senza un'apprezzabile causa giuridica) risorse da un settore all'altro, andrebbe a diminuire la consistenza del patrimonio dedicato al primo incrementando la consistenza del secondo; ma così facendo frusterebbe evidentemente gli interessi e le legittime aspettative di chi vanta diritti sul primo comparto per soddisfare illegittimamente gli interessi di chi vanta diritti, invece, sul secondo⁶⁷.

dovrebbe discostare eccessivamente dal tasso praticabile sul mercato tra operatori indipendenti (sia pure tenendo conto dei minori costi ascrivibili in questo contesto al più contenuto rischio di inadempimento); ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 303, secondo cui il soggetto deputato ad effettuare il controllo contabile a norma dell'art. 2447-ter, lett. f), c.c., deve verificare la congruità dei prezzi di trasferimento dei beni e servizi comuni. Cfr. le analoghe considerazioni della dottrina statunitense riportate da F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 144 nt. 17.

⁶⁶ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 43 nt. 80.

⁶⁷ Parte della dottrina (G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions reflet», cit., p. 616), se si è ben inteso, sostiene invece che, in caso di compartimentazione meramente interna, non si crei alcun vincolo di destinazione, e ciò perché rimarrebbe unico il patrimonio sociale; sicché, per esempio, una volta acquisito il finanziamento con l'emissione di azioni settoriali, la società potrebbe legittimamente scegliere di destinare quei fondi ad altro settore. Questa ricostruzione non pare tuttavia condivisibile. Le somme incassate con l'emissione di azioni correlate, infatti, rappresentano dei valori conseguiti da un determinato settore; insomma, i finanziatori (in questo caso gli azionisti) hanno premiato quel settore ed hanno perciò investito in quel settore. Quindi, ipotizzando che il compendio aziendale dedicato al settore abbia un valore di 30 ed ipotizzando la sottoscrizione di azioni settoriali ad esso correlate per un controvalore di 100, la consistenza del comparto destinato a quel settore aziendale (comparto, sulla cui consistenza si calcolano i diritti patrimoniali degli azionisti correlati) sarà pari a 30+100=130. Ne consegue che se la società prendesse i 100 così incassati e li destinasse ad un altro settore (che mettiamo avesse prima una consistenza pari a 10), il risultato sarebbe che il primo settore passerebbe da un valore di 130 ad un valore di 30, mentre il secondo settore passerebbe da un valore di 10 ad un valore di 110; ciò, nonostante quell'incremento di valore non sia il frutto dell'attività settoriale (non sia, cioè, un "utile" – inteso in senso lato, come suggerito da A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229 s., testo e nt. 24 – del settore, un "risultato" dell'attività del settore), ma sia invece il frutto di un puro e semplice drenaggio di risorse da

La violazione delle regole di condotta appena riferite deve ritenersi conduca all'applicazione della medesima disciplina operante nel caso in cui il pregiudizio al comparto sia arrecato in occasione di operazioni poste in essere con parti terze. Quindi, nel caso in cui la scelta pregiudizievole sia imputabile all'organo amministrativo, verranno in rilievo gli artt. 2388 e 2392⁶⁸, ovvero l'art. 2391⁶⁹; laddove invece sia imputabile all'organo assembleare, troveranno applicazione gli artt. 2377 o 2373. In dottrina si è proposta anche l'applicazione a queste fattispecie della regola dell'abuso della maggioranza⁷⁰: il principio di correttezza, oltre a rendere la delibera annullabile, farebbe sì che qualunque delibera assembleare conduca ad un danno, non altrimenti "compensato", ad un settore correlato, determini l'obbligo per la società stessa e per gli azionisti degli altri settori (sempre che essi abbiano concorso all'approvazione o alla reiezione della relativa delibera) di risarcire il predetto danno agli azionisti correlati a tale settore⁷¹.

Un rapporto intergestorio può poi rivelarsi pregiudizievole anche per i creditori particolari del comparto dal quale vengano in ipotesi drenate risorse. In simile evenienza, la tutela del ceto creditorio di settore è in primo luogo costituita dal risarcimento del danno a norma dell'art. 2394 c.c.⁷². La medesima norma deve ritenersi applicabile anche nella situazione inversa, in cui il rapporto intergestorio generi un danno ai creditori generali della società: questi potranno perciò agire nei confronti degli

un settore (che con le proprie qualità aveva attratto capitali per 100) ad un altro (che invece quei capitali non li aveva attratti). In conclusione, deve ritenersi che la mancanza di una limitazione di responsabilità agisca solamente sul piano dell'esecuzione forzata e che anche la semplice correlazione patrimoniale sia già sufficiente ad imporre una gestione delle risorse del settore nell'interesse esclusivo di quest'ultimo e dei suoi investitori. Non pare invece condivisibile la tesi secondo cui la mancanza di una limitazione di responsabilità, e dunque la permanenza di un patrimonio unitario, renderebbe legittimo il libero movimento delle risorse dedicate ai diversi settori di attività: tutte le società multicompartimentali, sia la loro una compartimentazione meramente interna od anche esterna, sono soggette alla medesima disciplina di governo del patrimonio composito.

⁶⁸ Così pare anche M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 232.

⁶⁹ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 130 ss., secondo cui (p. 132) in caso di inosservanza dei limiti stabiliti dalla norma la delibera dell'organo gestorio sarà impugnabile pur non essendoci un danno al patrimonio sociale, poiché il pregiudizio al valore globale delle azioni si traduce inevitabilmente in un decremento del valore dell'impresa sociale e, quindi, in senso lato ciò costituisce un danno alla società; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 176 nt. 139; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229 e p. 233; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 180 s. In materia di società con patrimoni destinati, si veda R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 322 s.

⁷⁰ M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 246 s., il quale, però, muovendo come più volte visto da una differente ricostruzione dell'interesse sociale, ritiene che una delibera assembleare sia impugnabile per abuso della maggioranza solo se (pur senza ridurre il valore aggregato delle partecipazioni sociali) sia stata assunta esclusivamente al fine di danneggiare gli azionisti correlati, oppure produca una riduzione del valore di tutte le partecipazioni sociali. Conf. F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 183 s.

⁷¹ Così M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 250; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 185.

⁷² G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 249.

amministratori per il risarcimento del danno loro cagionato «per l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale», in ipotesi depauperato a favore del comparto separato.

Per quanto riguarda poi la tutela reale, la vigente disciplina dei patrimoni destinati, come noto, pone una disparità di trattamento tra gli atti dannosi per i creditori del patrimonio generale della società e gli atti dannosi per i creditori del patrimonio destinato: ciò in quanto solo il primo è tecnicamente fallibile⁷³.

In particolare, nel caso in cui, nell'ambito di rapporti intergestori, vengano posti in essere atti pregiudizievoli per i creditori del patrimonio generale, questi saranno impugnabili con l'azione revocatoria ordinaria oppure, laddove la società venga successivamente dichiarata fallita⁷⁴, con l'azione revocatoria fallimentare. L'art. 67-*bis*

⁷³ G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 303. È questo uno degli aspetti indicati come maggiormente critici da parte della dottrina, che lo indica come uno degli elementi maggiormente disincentivanti il ricorso a questo istituto in luogo della costituzione di nuova società: si veda in argomento, in particolare, G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, cit., p. 651 s., il quale evidenzia come la disciplina legislativa sia particolarmente drastica, dal momento che ai sensi dell'art. 2447-*novies* l'insolvenza della società e la successiva dichiarazione di fallimento della stessa vengono equiparate all'impossibilità sopravvenuta di conseguire l'oggetto dell'affare, provocando così l'apertura di una procedura liquidativa anche del patrimonio destinato, e ciò indipendentemente da qualsiasi considerazione in merito alla possibilità per la società di continuare a condurre l'affare in modo profittevole. L'Autore stigmatizza l'opzione legislativa, osservando come sia evidentemente frutto della «criticabile tendenza dogmatica che anche nella disciplina dell'impresa identifica il centro sistematico nel soggetto piuttosto che nell'attività».

⁷⁴ Si discute se la stessa costituzione di un patrimonio destinato possa essere considerato un atto revocabile a norma dell'art. 67-*bis* l. fall. Secondo alcuni la risposta dovrebbe essere affermativa, poiché, sebbene un simile atto non rientri letteralmente tra quelli che «incidono su un patrimonio destinato», laddove tale costituzione determini l'illegittimo vantaggio di uno o più creditori sociali rispetto agli altri ed avvenga con la conoscenza dello stato d'insolvenza della società, le esigenze di tutela del ceto creditorio che fa riferimento al comparto generale si riproporrebbero analogamente: così G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 310 ss., il quale evidenzia come non valga ad escludere simile conclusione l'esperibilità, da parte dei creditori del comparto generale, dell'opposizione, posto che, a differenza di quanto avviene nelle ipotesi di fusione, scissione e trasformazione, nel caso di specie mancano quelle norme di chiusura che sanciscono l'impossibilità di dichiarare l'invalidità del patrimonio destinato a seguito dell'iscrizione nel Registro delle Imprese. In senso conforme, M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 868 ss.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 348 ss., il quale però evidenzia come ad essere revocabile non sia l'atto di organizzazione (ossia, l'individuazione dell'operazione economica con la scelta di destinarvi dei beni) quanto invece gli atti di destinazione ossia le attribuzioni della società al patrimonio destinato. Cfr. anche F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 45 ss. Maggiormente condivisibile appare invece l'opinione contraria di R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 193 ss., secondo il quale la delibera costitutiva dei patrimoni destinati non sarebbe impugnabile né con la revocatoria ordinaria né con quella fallimentare: secondo l'Autore sarebbe infatti una soluzione più in linea con la scelta giuspolitica del diritto societario riformato, teso a sostituire la tradizionale tutela consistente nell'inefficacia (o invalidità) dell'atto con i più efficaci rimedi risarcitori, opinare che qualora i creditori sociali posteriori alla costituzione del patrimonio destinato subissero un pregiudizio per la dolosa preordinazione della delibera istitutiva del vincolo a recar loro danno, tali creditori potrebbero esercitare l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori a norma dell'art. 2395. In senso contrario si pronuncia persuasivamente anche A. D. SCANO, *Gli atti estranei allo specifico affare*, Torino, 2010, p. 127 ss., per il quale l'opposizione di cui all'art. 2447-*quater*, comma 2, rappresenterebbe il solo strumento di tutela dei creditori sociali anteriori eventualmente pregiudicati dall'atto di destinazione:

l. fall., infatti, prevede che siano revocabili «gli atti che incidono su un patrimonio destinato ad uno specifico affare»; espressione, questa, che è stata intesa nel senso per cui sarebbero revocabili atti pregiudizievoli per il patrimonio generale realizzati in occasioni di atti intergestori⁷⁵.

Se invece in occasione di rapporti intergestori viene realizzato un pregiudizio per i creditori del patrimonio destinato, allora la tutela reale esperibile si esaurirà nell'azione revocatoria ordinaria⁷⁶.

Quelle sin qui prospettate risultino le sole alternative prospettabili in base al dato positivo. Il nodo critico resta infatti l'impostazione legislativa che, in riferimento alle società costituenti patrimoni destinati a specifici affari, si è detto opera una distinzione tra un patrimonio "generale" della società, considerato il compendio principale, ed un compendio dal primo separato. Poiché la legge fallimentare assoggetta a procedura concorsuale l'imprenditore, e non l'impresa ed il patrimonio ad essa dedicato, permangono differenze tra insolvenza del patrimonio generale ed insolvenza del patrimonio destinato, di cui tuttavia difficilmente potrebbe giustificarsi la permanenza qualora venisse sdoganato il modello del gruppo endosocietario; modello, dove viene

poiché infatti un'eventuale accoglimento dell'azione revocatoria sancirebbe la semplice inopponibilità della costituzione del vincolo per i creditori attori, si verrebbe a creare un'inammissibile dissociazione degli effetti per cui sul patrimonio destinato confluirebbero le pretese dei creditori speciali insieme alle pretese di quella parte dei creditori generali della società ai quali la separazione non sia opponibile; esito inaccettabile perché contrastante con le esigenze di certezza e stabilità che dovrebbero connotare la separazione e che dovrebbero imporre di chiarire se la separazione esista per tutti, o non esista per nessuno.

⁷⁵ Così G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 309; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 316, p. 357 e p. 372; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 75 s.; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 241 ss., secondo il quale l'introduzione della revocatoria concorsuale degli atti che incidono su un patrimonio destinato sarebbe volta a perseguire la finalità di reprimere disegni strategici dell'organo amministrativo delle società multicomparto orientati a favorire lo sviluppo delle (nuove) divisioni operative oggetto del vincolo di destinazione patrimoniale a detrimento dell'attività esercitata con il patrimonio "principale" nonché della parità di trattamento dei creditori generali della società. L'Autore (alle successive p. 250 ss.) precisa che il presupposto soggettivo della conoscenza dello stato d'insolvenza della società andrebbe accertato in capo agli amministratori che hanno deliberato e/o dato attuazione (amministratori con rappresentanza) al *transfer price* tra comparti.

⁷⁶ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 242 s. Si veda però F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 78, secondo la quale l'atto posto in essere in violazione delle regole di separatezza ma realizzato a tutto favore della società, ovvero a nocimento di altra cellula separata, rilevarebbe ai soli fini della responsabilità degli amministratori; non dunque – deve intendersi – della sua revocabilità. Merita di essere riferito anche un'altra tesi (avanzata da F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 358 s.), secondo il quale, nel caso di procedura concorsuale aperta a carico della società gemmante, gli strumenti per sanzionare gli atti pregiudizievoli da comparto a comparto del patrimonio sociale andrebbero individuati nei poteri del curatore nell'amministrazione delle attività fallimentari nell'ambito del principio della gestione separata delle masse: infatti, gli organi della procedura potrebbero a tal fine sfruttare il loro potere di ridistribuire fra le masse attive le risorse che sono state illegittimamente spostate fra l'una e l'altra masse patrimoniali della società.

meno – come visto nel secondo capitolo – la presenza di un comparto principale (che non sia quello svolgente funzione di “cassa” nel gruppo endosocietario a struttura patrimoniale piramidale) e propone invece una pluralità di comparti equivalenti, ciascuno dei quali, laddove insolvente, meritevole di assoggettamento a procedura concorsuale a tutela del relativo ceto creditorio.

Per queste ragioni, parrebbe auspicabile una riforma intesa non solo ad introdurre nel nostro ordinamento la figura del gruppo endosocietario così come descritto nei precedenti capitoli, ma anche ad adeguare la normativa fallimentare a realtà dove non vi è ragione di operare discriminazioni tra i differenti ceti creditori pur in presenza dei medesimi presupposti sostanziali.

Deve poi riferirsi di come la dottrina abbia anche ipotizzato un ulteriore rimedio esperibile di fronte ad un’ingongra valorizzazione dei rapporti intergestori: i soci potrebbero impugnare il bilancio per illiceità del suo contenuto a causa della erronea rilevazione del risultato settoriale⁷⁷. Con conseguente obbligo per gli amministratori di prendere i conseguenti provvedimenti, cioè provvedere a redigere un nuovo bilancio divisionale corretto, tenerne conto nei successivi bilanci e nei limiti dell’art. 2433, comma 4, chiedere ai soci la restituzione degli eventuali dividendi illegittimamente percepiti⁷⁸.

Occorre ora trattare brevemente due fattispecie particolari di rapporti intergestori.

Una prima si pone quando l’assemblea di una società emittente azioni correlate con clausola perequativa decida di non distribuire l’utile di settore: quest’ultimo viene così sottratto, nella sua totalità, agli azionisti correlati al settore che l’ha prodotto per essere distribuito tra tutti gli azionisti di tutti gli altri comparti⁷⁹. Si pone pertanto l’esigenza di capire come disciplinare detta fattispecie.

Secondo una prima tesi⁸⁰, verrebbe innanzitutto in rilievo il principio di correttezza, che imporrebbe ai soci di maggioranza di esercitare i poteri ad essi attribuiti

⁷⁷ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 206; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 187.

⁷⁸ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 206; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 187 s.

⁷⁹ Cfr. anche F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 151 s. e p. 182 s. L’Autore (p. 151 s.) rileva come analoghi problemi potrebbero porsi nel caso di emissione di *subsidiary alphabet stocks* (ossia azioni correlate ai risultati di una società figlia dell’emittente), qualora, ad esempio, gli amministratori della società madre impartiscano agli amministratori della controllata, che si trova in una condizione finanziaria florida, la direttiva di far credito oppure di garantire la controllante, che versa invece in una situazione economica precaria; oppure nel caso in cui gli amministratori della controllante impartiscano a quelli della figlia la direttiva di concludere operazioni di acquisto, vendita o fornitura con la controllante o comunque distraggano risorse da un *business group* verso un altro.

⁸⁰ Proposta da U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., 137 s. e condivisa da M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 162 s., e F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 182 ss.

in materia di distribuzione dell'utile nel rispetto delle aspettative dei soci di minoranza; con la conseguenza che l'eventuale utilizzo dell'utile di esercizio per l'autofinanziamento dell'impresa sarebbe consentito solo in quanto funzionale al raggiungimento dell'interesse sociale comune a tutti i soci. Ove, al contrario, la delibera non fosse strettamente giustificata dall'interesse sociale (cioè, l'autofinanziamento non fosse funzionale alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni) e fosse possibile dimostrare una totale assenza di redditività del reinvestimento, potrebbe essere impugnata dai soci possessori di azioni correlate ai sensi e per gli effetti dell'art. 2373.

Ma anche allorquando dal reinvestimento potesse farsi derivare una qualche utilità economica, non per questo la delibera potrebbe sottrarsi all'impugnativa dei soci (di minoranza) titolari di azioni correlate, potendosi in tal caso invocare l'abuso della maggioranza: il reinvestimento degli utili del comparto in altri settori dell'attività sociale che non sia giustificato dall'interesse sociale condurrebbe, infatti, ad una sproporzionata diminuzione del valore delle altre categorie di azioni sanzionabile (anche ove, per ipotesi, il valore complessivo delle azioni emesse non muti) come condotta abusiva.

Secondo un diverso orientamento⁸¹, invece, nel caso sopra prospettato, non essendoci lesione dell'interesse sociale, non verrebbe in rilievo l'art. 2373; una delibera intesa a negare la distribuzione del dividendo settoriale a favore di un autofinanziamento da cui traggono beneficio tutte le azioni sarebbe impugnabile soltanto per abuso della maggioranza.

Una seconda ipotesi rilevante di gestione di rapporti intergestori concerne la distribuzione dei costi e dei ricavi comuni.

A tal proposito, l'art. 2447-*septies*, comma 3, prescrive alla società di indicare nella nota integrativa del bilancio della società, tra l'altro, «i criteri adottati per l'imputazione degli elementi comuni di costo e ricavo», che quindi devono essere predeterminati nella delibera costitutiva ed adeguatamente pubblicizzati, anche mediante esplicitazione nella nota integrativa (art. 2427, n. 20), onde scongiurare che un'arbitraria distribuzione dei costi comuni possa tradursi in trasferimenti di utili da un'unità all'altra della società in pregiudizio sia dei creditori garantiti dai singoli

⁸¹M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 244 s. fa un accenno al principio di buona fede e correttezza anche A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 228 s.

comparti autonomi, sia dei possessori di strumenti finanziari di partecipazione all'affare⁸².

Si è evidenziato in dottrina come la scelta dei metodi di quantificazione degli elementi comuni di costo e ricavo si riveli particolarmente delicata, perché l'assenza di alterità soggettiva fra l'amministrazione della società e le gestioni dei patrimoni dedicati impedisce la formazione di un prezzo frutto di libera contrattazione tra parti indipendenti. Di qui l'esigenza di tutelare le ragioni delle distinte classi di creditori dei comparti autonomi calcolando i costi dei servizi comuni *a valore normale* (quale definito dall'art. 9 del Testo unico delle imposte sui redditi), sì da consentire l'emersione dell'utile o della perdita che dall'operazione scaturirebbero ove compiuta con terzi indipendenti in regime di libera concorrenza⁸³.

La determinazione dei costi dovrebbe poi basarsi su “*budget* previsionali” aventi ad oggetto, da un lato, proiezioni circa l'utilizzo, da parte del singolo comparto, dei beni (ad esempio, immobili, diritti di licenza relativa a marchi, brevetti, *know how*) e dei servizi comuni (quali l'assistenza tecnica, amministrativa, contabile, di *marketing* e così via) e, dall'altro, criteri razionali di quantificazione della spesa destinata a gravare sullo specifico compendio separato; con la precisazione che la razionalità del parametro va valutata anche ponderando i benefici che la singola unità aziendale può trarre dal servizio comune⁸⁴.

⁸² G. E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, cit., p. 46 s.; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 146 e p. 302, il quale (a p. 305) ha in proposito osservato che se la società anticipa, con il proprio patrimonio, quote di spesa, imputabili al patrimonio destinato (o viceversa), relativamente ad un bene o ad un servizio comune per cui sussista un obbligo di pagamento dell'intero prezzo verso i terzi, sorge la necessità di contabilizzare la passività corrispondente alla quota di costo imputabile alla società e di evidenziare nel bilancio altresì il diritto di credito della società verso il patrimonio destinato relativamente alla porzione di spese sostenuta per le esigenze dello specifico affare.

⁸³ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 150 s., per il quale tale metodo di calcolo, nella delibera di costituzione del patrimonio destinato, non potrebbe evidentemente basarsi sull'effettiva fruizione del singolo fattore, dovendo necessariamente consistere in un computo forfettario, non privo di una certa approssimazione, ma pur sempre preferibile in un contesto dinamico di svolgimento di un'attività economica che renderebbe oltremodo ardua l'individuazione di singole operazioni tra divisioni aziendali. L'Autore riferisce che i parametri più utilizzati nella prassi aziendalistica sono: il rapporto fra volume di affari e fatturato realizzato da ciascuna unità aziendale e quello globale della società; il capitale impiegato nella singola intrapresa economica e/o i rischi assunti nello svolgimento della stessa; le sue capacità di produzione, che consentono la formulazione di una stima, sia pur approssimativa, dei vantaggi potenziali che ciascuna unità è in condizione di trarre dal bene o dal servizio comune, anche in relazione al numero di dipendenti impiegati nello specifico comparto

⁸⁴ Così R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 149 s., testo e nt. 118, ad opinione del quale sarebbe anche possibile fissare, in sede di ripartizione iniziale delle spese comuni nella stessa delibera costitutiva, un canone periodico a carico del patrimonio destinato per il pagamento delle rispettive quote di costo, con la specificazione che l'eventuale conguaglio, a debito o a credito, avverrà con l'approvazione del bilancio d'esercizio.

In caso di imputazione dei costi e dei ricavi comuni difforme dalle previsioni statutarie, si è sostenuto che il bilancio sarebbe impugnabile per illiceità del suo contenuto in ragione della errata rilevazione del risultato divisionale⁸⁵.

2.4. Terza fattispecie problematica: il compimento di atti estranei all'oggetto di destinazione di ciascun comparto.

La regola che deve ispirare la gestione di un patrimonio destinato – o, nell'ipotesi suggerita in questo lavoro, di un comparto di un gruppo endosocietario – prescrive di imputare al comparto unicamente negozi ed atti giuridici pertinenti al ramo d'impresa cui è dedicato.

La terza fattispecie problematica di cui s'impone l'analisi in occasione dello studio delle società multicomparto è, quindi, quella del compimento di atti estranei all'affare cui il patrimonio è destinato.

Se si condivide l'impostazione secondo cui il governo di ciascun comparto va disciplinato come se fosse una società autonoma, la conclusione cui si approda sarà che l'estraneità di un atto all'affare di destinazione di un comparto va regolata esattamente come il compimento, da parte di una società monocompartimentale, di atti estranei al suo oggetto sociale. Ne consegue che un atto estraneo all'affare cui è dedicato il comparto sarà efficace, salvo ricorra il presupposto individuato al secondo comma dell'art. 2384 per opporre ai terzi il difetto del potere rappresentativo (ossia la prova che «questi abbiano intenzionalmente agito a danno della società»). Se l'estraneità dell'atto all'affare resterà inopponibile, ciò costituirà un titolo di responsabilità degli amministratori.

La disciplina anzi esposta deve ritenersi operante anche qualora l'atto estraneo all'affare di un comparto sia però pertinente all'affare cui è dedicato un altro comparto della medesima società. Ai fini dell'imputazione di un atto ai differenti patrimoni autonomi della medesima società, il legislatore ha stabilito un principio puramente nominalistico: per cui, quando la società con patrimoni destinati si muove nel traffico giuridico, gli atti dalla stessa compiuti andranno imputati al patrimonio di cui è stato speso il “nome” nei confronti dei terzi. Ciò è quel che si desume dalla prescrizione contenuta all'art. 2447-*quinquies*, comma 4, ai sensi della quale, affinché la

⁸⁵ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 206; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 186 s.

responsabilità risulti effettivamente limitata al patrimonio destinato, la società deve far menzione del vincolo di destinazione⁸⁶.

Dunque⁸⁷:

- a) se viene compiuto un atto inerente all'affare cui è dedicato un patrimonio destinato ma la società menziona erroneamente che le relative obbligazioni sono imputabili al patrimonio generale (o, meglio, "residuale") o ad un altro patrimonio destinato, allora la società risponderà solo con il patrimonio residuale o con il diverso patrimonio destinato e non anche con il patrimonio destinato cui in realtà si riferisce l'affare;
- b) se invece viene compiuto un atto inerente all'attività generale (o, meglio, residualmente individuata) della società ma questa erroneamente indica che le relative obbligazioni sono imputabili ad un patrimonio destinato, allora la società risponderà solo con tale patrimonio destinato e non anche con il patrimonio generale;
- c) nell'ipotesi in cui, infine, la società compia un atto inerente ad uno specifico affare ma non menzioni alcun comparto in particolare, allora troverà applicazione l'art. 2447-*quinquies*, comma 4, c.c., a norma del quale «[g]li atti compiuti in relazione allo specifico affare debbono recare espressa menzione del vincolo di destinazione; in mancanza ne risponde la società con il suo patrimonio residuo». Disposizione, che parte della dottrina intende nel senso che la società risponderà sia con il proprio patrimonio residuo, sia, però, con il patrimonio destinato cui inerisce l'affare (ma non con gli eventuali altri patrimoni destinati)⁸⁸.

⁸⁶ Problema già evidenziato da G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 169. V. G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 230 s., il quale critica la scelta del legislatore di far dipendere l'imputazione dei rapporti ad un dato meramente formale senza nemmeno fare salva l'ipotesi che le parti siano a conoscenza dell'affare per la realizzazione del quale una certa obbligazione è stata assunta: così lasciando alla società il compito (e la libertà) di modulare la responsabilità dei vari patrimoni nei confronti dei terzi e senza fornire ai creditori di un dato patrimonio alcun mezzo di tutela per evitare il concorso di soggetti che, formalmente, non avrebbero diritto a soddisfarsi sul medesimo patrimonio.

⁸⁷ G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 232 s.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 142.

⁸⁸ Così M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 818 s.; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 232 s., testo e nt. 124, secondo il quale, malgrado l'assenza nella disposizione citata dell'avverbio "anche", la surriferita soluzione s'imporrebbe alla luce della *ratio* in materia di patrimoni destinati e dai principi generali dell'ordinamento, in quanto: i) se è vero che, in assenza dell'imputazione formale, non può ritenersi operare automaticamente l'imputazione del credito al patrimonio di riferimento, è altrettanto vero che non possono essere completamente trascurati la causa ed il contesto economico-giuridico che hanno determinato il sorgere del suddetto credito; ii) una lettura

Perimenti, qualora gli amministratori utilizzino beni o risorse di un comparto per estinguere obbligazioni di un altro, o per compiere altre operazioni che non afferiscono al comparto depauperato ma ad un altro, o ancora vengano accollate o garantite obbligazioni di un altro comparto, in tutti questi casi varrà il principio nominalistico combinato con la disciplina dell'eccesso di potere rappresentativo.

Quindi, se il principio nominalistico viene abusato per imputare ad un comparto atti estranei all'affare cui lo stesso è dedicato, delle due l'una: o si riesce a dimostrare il dolo del terzo e si riesce così ad opporgli il difetto di potere rappresentativo conseguente all'estraneità dell'atto di disposizione rispetto all'affare cui il comparto deve essere dedicato⁸⁹; oppure l'atto resterà efficace e vincolante benché estraneo⁹⁰, ma gli amministratori ne saranno responsabili⁹¹.

combinata delle norme in tema di patrimoni destinati sembra far ritenere che, nei casi in cui la società risponda delle obbligazioni relative allo specifico affare con il patrimonio sociale residuo, ci si trova di fronte ad una responsabilità che è "illimitata" (così l'art. 2447-*quinquies*, comma 3) e, quindi, più ampia di quella del solo patrimonio destinato, ma anche del solo patrimonio generale. In senso conforme, se ben s'intende, F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 144. In senso contrario, invece, F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 106; R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 226, secondo cui l'omessa menzione del vincolo di destinazione comporta la responsabilità esclusiva del patrimonio residuo della società, benché l'adempimento dell'obbligazione soddisfi un interesse dello specifico affare; al contempo, secondo l'Autore, gli effetti positivi degli atti compiuti vanno in tal caso formalmente imputati al patrimonio generale della società.

⁸⁹ Così G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 245 nt. 145; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 143 s.; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 230; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 228; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 79.

⁹⁰ È quindi evidente il pericolo che, per omessa o errata menzione, i creditori di un determinato settore di attività si trovino a doversi soddisfare su un comparto diverso da quello dedicato all'impresa cui ineriscono, e che (dall'altro punto di vista) i creditori di un comparto si trovino a concorrere con creditori che non dovrebbero avanzare pretese nei confronti di quel comparto perché ad esso estranei: così G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 228 s.

⁹¹ M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 835 nt. 32; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 231; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 231; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 106. Differenti sono peraltro le azioni di responsabilità da esercitare. La menzione del vincolo per atti estranei all'affare porterà ad una responsabilità degli amministratori verso i creditori del comparto a norma dell'art. 2394 c.c. per i danni che questi dovessero subire per effetto del concorso di altri creditori in relazione all'estraneità all'oggetto dell'iniziativa economica (così F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 143 e p. 178). In caso di omessa menzione, e di conseguente concorso dei creditori particolari sul patrimonio generale della società, sorgerà sicuramente una responsabilità degli amministratori verso i creditori particolari a norma dell'art. 2394 c.c. ovvero a norma dell'art. 156 l. fall., in caso di fallimento della società: quest'azione, infatti, può trovare causa sia nel pregiudizio arrecato ai creditori sociali, quando la confusione abbia beneficiato i creditori particolari, sia nel pregiudizio arrecato ad una categoria di creditori speciali quando la confusione abbia beneficiato un'altra categoria relativa ad un diverso affare (così M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 835 nt. 32; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 181 e p. 183). Si veda poi quanto osservato da G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato*, cit., p. 393 ss., in part. p. 401, secondo il quale, salvo il caso in cui siano state emesse azioni correlate ad uno determinato settore, l'erronea imputazione delle passività sarebbe un fenomeno sostanzialmente indifferente per la società e, in specie, per gli azionisti: poiché secondo l'Autore citato – come si è riferito sopra, al capitolo 2, paragrafo 2.1. – i creditori dello specifico affare manterrebbero il diritto ad essere soddisfatti con l'attivo

In dottrina sono state però proposte anche soluzioni alternative.

Per una prima tesi, il vincolo di destinazione impresso ad un bene si tradurrebbe in un limite alla sua utilizzabilità, elemento distintivo e costante della tecnica separativa cui i patrimoni operativi di s.p.a. non si sottrarrebbero. La violazione del vincolo, e del corrispondente limite all'utilizzabilità, provocherebbe l'inefficacia assoluta degli atti estranei allo specifico affare, i quali rimarrebbero pertanto improduttivi di effetti⁹². Secondo questo orientamento, l'inefficacia opererebbe però diversamente a seconda del tipo di bene oggetto dell'atto eccentrico. Qualora sia imposto un adempimento pubblicitario del vincolo di destinazione (così nel caso dei beni considerati dall'art. 2447-*quinquies*, comma 2, ossia beni immobili e mobili registrati), la naturale dichiaratività dell'adempimento pubblicitario, con conseguente opponibilità generale del limite all'utilizzabilità, comporterebbe un'operatività piena della privazione di effetti, atteso che il difetto del presupposto per il compimento dell'atto (quale fatto impeditivo del dispiegamento di effetti), unitamente alla sua inopponibilità, dovrebbe sancire l'inefficacia totale del negozio⁹³. Viceversa, per quanto riguarda i beni per i quali non sia prevista alcuna forma di pubblicità del relativo vincolo di destinazione (quindi denaro, crediti, strumenti finanziari, mobili non registrati), l'inefficacia dell'atto estraneo all'affare che li avesse ad oggetto sarebbe subordinata alla dimostrazione della mala fede del terzo, ossia della sua conoscenza del vincolo imposto sul bene in discorso⁹⁴.

Secondo un diverso orientamento⁹⁵, la destinazione patrimoniale imporrebbe un rimedio contro la gestione infedele che consentisse di reintegrare *il valore* dei beni destinati (e non direttamente i singoli beni destinati, posto che oggetto di destinazione, nel caso dei patrimoni destinati di diritto societario, non sono specifici beni, ma flussi di

non destinato, benché in posizione postergata rispetto ai creditori generali della società, i soci vanterebbero un diritto su un patrimonio netto da calcolarsi includendo tanto le passività generali quanto quelle afferenti allo specifico affare; con la conseguenza che, ai fini di tale calcolo, non rileverebbe in alcun modo l'imputazione di una passività al comparto generale piuttosto che a quello destinato. Per questa ragione, conclude l'Autore, la violazione delle regole di separazione non potrebbe legittimare l'esperimento di un'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori.

⁹² A. D. SCANO, *Gli atti estranei*, cit., p. 113 ss.

⁹³ Così A. D. SCANO, *Gli atti estranei*, cit., p. 123, secondo cui, pertanto, nel caso l'atto dispositivo fosse ad effetti reali, ne dovrebbe conseguire non tanto la riattribuzione del bene fuoriuscito in seguito alla conclusione dell'atto estraneo al patrimonio destinato, quanto l'accertamento della sua mancata "formale" fuoriuscita.

⁹⁴ A. D. SCANO, *Gli atti estranei*, cit., p. 119 ss.

⁹⁵ Elaborato da M. BIANCA, *Amministrazione e controlli nei patrimoni destinati*, in AA. VV., *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Roma, 2003, p. 176 ss.; P. MANES, *Commento all'art. 2447-ter*, cit., p. 90.

denaro che derivano da uno specifico affare). Si fa allora leva sull'orientamento giurisprudenziale che applica il rimedio della surrogazione reale, pur non essendo espressamente previsto dalla legge, agli istituti del fondo patrimoniale e del pegno rotativo, per sostenere che, per l'ordinamento giuridico, la destinazione costituirebbe il fondamento per l'applicazione di regole di reintegrazione del patrimonio destinato al fine di conservarne il vincolo. In caso di gestione infedele, quindi, dovrebbe procedersi ad un passaggio dei beni dal patrimonio residuo al patrimonio destinato, così da realizzare la finalità ultima di conservare il vincolo di destinazione. Tuttavia, poiché la separazione bilaterale perfetta rende i vari comparti patrimoniali tra loro assolutamente insensibili, con impossibilità di comunicazione tra le varie masse patrimoniali, potrebbero identificarsi situazioni-tipo che giustifichino il ricorso alla responsabilità illimitata e sussidiaria del patrimonio residuo della società⁹⁶.

Un terzo orientamento, infine, suggerisce di combinare il criterio formale dell'espressa menzione con il criterio sostanziale della funzione oggettiva: in particolare, l'imputazione di un rapporto al patrimonio destinato avverrebbe, alternativamente, per effetto dell'espressa menzione (indipendentemente dalla presenza di altri presupposti) ovvero quando, pur in mancanza dell'espressa menzione, il bene acquistato per la sua natura chiaramente strumentale allo specifico affare, o per la provenienza del suo corrispettivo, risulti oggettivamente destinato al patrimonio dedicato⁹⁷. Si propone quindi un criterio in virtù del quale la destinazione dell'atto potrebbe determinarsi soggettivamente, in virtù di un'espressa menzione, ma anche oggettivamente, sulla base della sussistenza evidente dei citati presupposti.

Si è però osservato che, per quanto in linea teorica i modelli sopra riferiti possano sembrare condivisibili, non paiono essere soluzioni praticabili nel sistema dei patrimoni destinati. Il criterio della funzione oggettiva dell'atto, con la conseguente imputazione dell'acquisto del bene (o del pagamento) al compendio deputato allo specifico affare, sarebbe foriero di notevoli incertezze in relazione a beni (ed a pagamenti) di non agevole imputabilità "sostanziale", anche in presenza della doverosa puntuale indicazione nella delibera istitutiva del vincolo delle modalità di utilizzo del patrimonio destinato⁹⁸. Quanto poi alla surrogazione reale, da un lato sono stati sollevati dubbi in

⁹⁶ Così, se si è ben inteso, M. BIANCA, *Amministrazione e controlli nei patrimoni destinati*, cit., p. 184 ss.

⁹⁷ In questi termini R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 569.

⁹⁸ M. RUBINO DE RITIS, *La costituzione dei patrimoni destinati*, cit., p. 835 nt. 32; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 231 nt. 123; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p.

ordine all'effettivo fondamento di una nozione generale dell'istituto tale da renderlo utilizzabile pure in assenza di un'espressa previsione normativa, dall'altro si è evidenziato che l'operatività della surrogazione reale comporterebbe l'inefficacia di atti sulla base del criterio sostanziale (e non più formale) della loro pertinenza allo specifico affare e non all'oggetto sociale o viceversa, in contrasto con la generale inopponibilità dei limiti del potere di rappresentanza degli amministratori di società per azioni: gli aventi causa del patrimonio destinato non sono perciò assistiti da una tutela di carattere reale, diversamente dai beneficiari di un *trust* (che si risolve, appunto, in una funzione impressa ad un bene, con rilievo di carattere reale), e quindi non sono applicabili rimedi analoghi all'azione di *tracing*, che consente nei sistemi anglosassoni ai beneficiari il recupero dei beni di un *trust fund*⁹⁹.

La soluzione formalistica sarebbe infine da preferire giacché, oltre a corrispondere a quanto inequivocabilmente ha previsto il legislatore, pare coerente con le scelte di fondo dell'ordinamento¹⁰⁰ e con l'imputazione degli atti tra i vari fondi d'investimento gestiti da una medesima Sgr (qualora, ovviamente, questa venga intesa come società multicomparto).

Quanto sin qui osservato concerne i rapporti della società con i terzi. Bisogna ora indagare le conseguenze sul piano interno dell'erronea imputazione degli atti d'impresa.

Secondo un primo orientamento, in assenza dei presupposti dell'*exceptio doli*, unico rimedio per le classi di azionisti correlati, creditori ed investitori lese dall'assente o arbitraria "menzione" consisterebbe nell'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori a norma degli artt. 2394 e 2395 (e, nel caso di società fallita, a norma dell'art. 156, comma 3, l. fall.¹⁰¹)¹⁰². A favore dei creditori pregiudicati

142; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 232 ss.; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 225.

⁹⁹ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 232 ss.

¹⁰⁰ Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. 1. Diritto dell'impresa*, 6^a ed., Torino, 2008, p. 93 ss.

¹⁰¹ L'art. 156, comma 3, l. fall. regola le conseguenze dell'emersione in sede fallimentare di fattispecie di confusione patrimoniale: «[s]e risultano violate le regole di separatezza fra uno o più patrimoni destinati costituiti dalla società e il patrimonio della società medesima, il curatore può agire in responsabilità contro gli amministratori e i componenti degli organi di controllo della società ai sensi dell'art. 146». In argomento si vedano G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 320 ss., secondo cui in caso di confusione patrimoniale i creditori particolari manterranno il diritto di soddisfarsi sul patrimonio destinato esercitando tutte le azioni (anche esecutive) ad essi attribuite dalla legge, dalla delibera costitutiva e dagli eventuali accordi intercorsi con la società costituente: tra le azioni concesse ci sarebbero anche quelle di restituzione e rivendica di cui agli artt. 93 e 103 l. fall.; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 181 s., secondo il quale laddove la confusione patrimoniale si traduca in un danno per i creditori particolari, potrebbe in ciò ravvisarsi un fatto illecito a norma dell'art. 2447-*quinquies* c.c. e come tale foriero di una responsabilità illimitata della società.

sarebbe inoltre esperibile la tutela di natura reale: più precisamente, gli atti, i pagamenti e le garanzie provenienti da patrimonio sociale ma pertinenti allo specifico affare sarebbero impugnabili con l'azione revocatoria ordinaria ovvero, in caso di successivo fallimento della società, con quella fallimentare di cui all'art. 67-bis l. fall.; gli atti, i pagamenti e le garanzie provenienti dal patrimonio destinato ma pertinenti ad affari diversi da quello di destinazione sarebbero invece impugnabili solamente con l'azione revocatoria ordinaria¹⁰³.

Nella fattispecie della società multicomparto potrebbe tuttavia valorizzarsi la circostanza dell'appartenenza dei diversi comparti alla medesima organizzazione societaria per favorire una soluzione forse maggiormente efficace. È stata perciò prospettata la tesi per cui il comparto alieno all'affare dal quale è sorta l'obbligazione ma che, per effetto dell'omessa od erronea menzione, è risultato onerato del relativo adempimento (od escussione), avrebbe "azione di rivalsa" nei confronti del comparto dedicato all'affare cui invece inerisce l'obbligazione¹⁰⁴. La responsabilità degli amministratori opererebbe perciò in via residuale, laddove il rimedio di carattere reale non consenta l'elisione del danno provocato dalla confusione ovvero non venga affatto esperito.

Quest'ultima soluzione è particolarmente interessante, poiché consente di ricondurre la consistenza di un comparto entro i valori conseguenti all'andamento dell'impresa cui esso è dedicato, sterilizzando gli squilibri provocati da atti da questa avulsi. Risultato, cui potrebbe effettivamente ambirsi valorizzando l'identità del soggetto giuridico e che sarebbe oltretutto coerente con la tesi sopra riferita (cfr. capitolo 2) che riconosce una sorta di "azione di rivalsa" al comparto escusso in adempimento di un'obbligazione extracontrattuale sostanzialmente imputabile ad un differente patrimonio destinato.

¹⁰² Così G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato*, cit., p. 403 nt. 41 (per quanto riguarda il danno da erronea imputazione cagionato agli azionisti correlati), p. 405 ss. (per quanto riguarda il danno da erronea imputazione cagionato ai creditori), e p. 408 s. (per quanto riguarda infine il danno da erronea imputazione cagionato ai portatori di strumenti finanziari di partecipazione ad uno specifico settore); F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 79 s.; così inoltre, se ben si è inteso il pensiero dell'Autore, R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 231; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 231.

¹⁰³ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 241 s. Parzialmente difforme, se si è ben compreso il pensiero dell'Autrice, l'opinione di F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 75 ss., secondo la quale la violazione delle regole di separatezza a danno del patrimonio generale renderebbe gli atti non pertinenti revocabili a norma dell'art. 67-bis l. fall., mentre analoga irregolarità posta invece in essere a danno di un comparto destinato rilevarebbe solamente ai fini della responsabilità degli amministratori.

¹⁰⁴ Così G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 232 s.

Occorre tuttavia domandarsi se osti alla sua adozione l'attuale mancanza di un'espressa disposizione legislativa in tal senso. Non solo. Bisognerebbe riflettere anche sull'esatta portata dell'azione di rivalsa: se è certo più semplice procedere attraverso essa ad un "ribaltamento" dei costi al comparto nel cui interesse sono stati sostenuti, più articolato si pone il problema qualora l'atto estraneo consista in un complesso rapporto contrattuale, che comprende sì costi e debiti, ma anche crediti e diritti di cui dovrebbero, in ipotesi, decidersi le sorti. Non parrebbe infatti del tutto soddisfacente una soluzione che conduca a riaddebitare i costi sostenuti da un comparto all'altro, ma non imponga analoga traslazione anche per le posizioni attive: il comparto "estraneo" all'affare, in questo modo, verrebbe manlevato da ogni costo e debito ma tratterrebbe in capo a sé vantaggi, al pari dei costi, non pertinenti al proprio ramo di attività. Per queste ragioni, la cosiddetta "azione di rivalsa" dovrebbe più coerentemente assomigliare ad un meccanismo di successione coattiva nell'intera posizione contrattuale, in una sorta di combinato disposto degli artt. 1406 ss. e 2932 c.c.¹⁰⁵. Un meccanismo forse eccessivamente complesso perché possa affermarsi in assenza di un'espressa previsione legislativa in tal senso.

Quanto sin qui detto presuppone che gli amministratori autori di atti confusori abbiano un potere gestorio e rappresentativo esteso a tutti i comparti della società. Merita domandarsi se la disciplina esposta muti allorquando così non sia.

Si pensi innanzitutto al caso in cui gli amministratori abbiano un potere gestorio esteso a tutti i comparti, ma un potere rappresentativo circoscritto ad uno solo di essi (ad esempio, il consiglio di amministrazione della società multicomparto è composto da Tizio e Caio; il primo ha rappresentanza per gli affari cui è dedicato il comparto A, il secondo ha invece rappresentanza per gli affari cui è dedicato il comparto B). La

¹⁰⁵ Problema differente, ancorché collegato a quello trattato in testo, è la revocabilità degli atti estranei all'affare. Al riguardo, bisogna innanzitutto considerare che gli atti estranei saranno revocabili in quanto resti inopponibile l'eccesso di potere rappresentativo. In secondo luogo, può appunto rilevarsi come il pregiudizio per il ceto creditorio potrebbe venire ristorato automaticamente attraverso il ribaltamento dei costi sostenuti al comparto nel cui interesse sono stati compiuti gli atti estranei. Se infine nemmeno con il ribaltamento dei costi (ove ritenuto ammissibile) venisse rimosso il pregiudizio per i creditori settoriali, allora l'atto rimasto così definitivamente a carico del comparto potrebbe essere revocato secondo le regole esaminate nel precedente paragrafo. Sulla revocabilità degli atti estranei all'affare, si vedano G. PESCATORE, *La funzione di garanzia*, cit., p. 310, secondo cui sarebbero revocabili quegli atti che, pur se compiuti in relazione ad uno specifico affare, non abbiano recato espressa menzione del vincolo di destinazione (con la conseguenza che di essi sia stata chiamata a rispondere la società «con il suo patrimonio residuo» in conformità a quanto previsto dall'art. 2447-*quinquies*, comma 4, c.c.); F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori*, cit., p. 372, per il quale sarebbero revocabili, qualora arrecassero pregiudizio ai creditori generali, quegli atti con cui la società abbia costituito garanzie sui beni compresi nel patrimonio generale per garantire debiti del comparto separato, oppure abbia usato denaro del patrimonio generale per pagare debiti del comparto destinato.

struttura centralizzata dell'organo amministrativo dovrebbe far sì che la limitazione del potere rappresentativo ad uno specifico comparto ricada appieno nell'ambito di applicazione dell'art. 2384, comma 2: dunque, tanto nel caso in cui l'amministratore imputi al proprio comparto un atto in realtà pertinente ad un comparto differente, quanto nel caso inverso in cui questi imputi ad un comparto differente un atto pertinente al proprio comparto, dovrebbe ravvisarsi sempre una fattispecie di eccesso di potere inopponibile ai terzi in assenza di dolo.

Si pensi però alla differente ipotesi (prospettata sopra *de iure condendo*) in cui un amministratore abbia, in radice, i poteri gestori circoscritti ad un determinato comparto (la società multicomparto ha due amministratori: Tizio, che amministra, e quindi anche rappresenta, il comparto A, e Caio, che amministra, e quindi anche rappresenta, il comparto B). In una simile situazione – ove fosse, in futuro, realizzabile – le due ipotesi sopra tratteggiate dovrebbe ricevere una disciplina differente: se l'amministratore preposto ad un comparto spende il nome di detto comparto per compiere un atto pertinente all'impresa cui è dedicato un diverso comparto della medesima società, ci si troverebbe di fronte ad una fattispecie di semplice eccesso di potere rappresentativo e dovrebbe perciò trovare applicazione, ancora una volta, l'art. 2384, comma 2; nell'opposta ipotesi in cui invece l'amministratore preposto ad un comparto compia un atto pertinente all'oggetto del proprio comparto ma spendendo il nome di un comparto differente, dovrebbe invece ravvisarsi un atto senz'altro inefficace perché posto in essere in difetto assoluto di potere rappresentativo.

Resta, infine, da chiarire che la fattispecie del compimento di atti estranei all'affare cui un comparto è dedicato può porsi anche nei rapporti intergestori. Si pensi all'ipotesi in cui l'organo amministrativo rimborsi delle azioni correlate che siano state recedute o riscattate mediante riserve disponibili maturate da settori diversi¹⁰⁶. In simili evenienze, troverà applicazione la disciplina sopra esaminata; con l'importante differenza che ben più facilmente sarà invocabile l'inefficacia dell'atto estraneo all'affare, data la non terzietà della controparte contrattuale. L'art. 2384, comma 2, non verrà dunque in rilievo o verrà in rilievo in casi del tutto peculiari.

¹⁰⁶ Questo è un caso che fa F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 148 e che a giudizio di chi scrive si ribadisce dover essere ricondotto alla fattispecie dell'impiego di risorse di un comparto per soddisfare esigenze od obbligazioni riferibili ad un altro comparto (laddove, ovviamente, manchi una clausola statutaria che espressamente consenta un tanto).

2.5. Il problema della destinazione del risarcimento del danno eventualmente dovuto per la violazione di una delle regole di condotta sin qui esaminate.

Si è visto sopra, nella sez. I del presente capitolo, che la dottrina è concorde nel ritenere che, se l'organo amministrativo compie un'operazione che va a sacrificio di un comparto e a vantaggio di un altro, ciò rappresenta un'anomalia del sistema.

Si è visto nei precedenti paragrafi che ciò può determinare, oltre a forme di tutela di natura reale, anche una responsabilità degli amministratori.

Il problema è a favore di chi vada il risarcimento.

Secondo la dottrina che si è occupata di azioni correlate¹⁰⁷, si deve fare una distinzione. Se da un'operazione che favorisce un settore rispetto ad un altro deriva non solo un danno al comparto ma anche danno al valore aggregato di tutte le azioni emesse dalla società, allora la responsabilità degli amministratori sarebbe nei confronti della società a norma dell'art. 2392, e quindi il risarcimento dovrebbe andare a beneficio del patrimonio sociale. Se invece ne deriva solamente un danno al valore delle azioni correlate, senza anche un danno al valore aggregato di tutte le altre categorie di azioni, allora gli amministratori sarebbero responsabili solo nei confronti degli azionisti correlati a norma dell'art. 2395. Non sarebbe invece esperibile un'azione "sociale" di responsabilità a norma degli artt. 2393 e 2393-*bis* c.c.

A proposito invece delle società con patrimoni destinati, si sostiene che, in caso di danno arrecato da drenaggi di risorse ovvero da violazioni delle regole di separatezza, i singoli investitori (art. 2447-*ter*, lett. d) o possessori di strumenti finanziari di partecipazione all'affare (art. 2447-*ter*, lett. e) potrebbero agire direttamente nei confronti degli amministratori, con la conseguenza che essi beneficerebbero direttamente del risultato del vittorioso esperimento dell'azione¹⁰⁸.

¹⁰⁷ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 135 s.; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 209 ss.; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 160; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 230 s., secondo il quale (p. 231 s.) gli amministratori sarebbero direttamente responsabili nei confronti degli azionisti correlati, a norma dell'art. 2395, anche nel caso in cui gli stessi amministratori, pur non arrecando pregiudizio ad un determinato settore correlato, elaborino una strategia di impresa non idonea in quanto, in ipotesi, non supportata da adeguati studi e informazioni alla valorizzazione finanziaria degli investimenti azionari e tale anzi da determinare un decremento del valore di mercato di tutte le azioni emesse dalla società, con ciò cagionando quelle che è stato definito un "danno diretto" diffuso nella compagine azionaria, che incide, in misura tendenzialmente paritaria, sulla sfera di tutti i (o di gruppi omogenei di) soci senza interessare il patrimonio sociale; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 192 s.; G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato*, cit., p. 403 nt. 41.

¹⁰⁸ Così R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 265 ss., il quale tuttavia argomenta la soluzione partendo dall'assunto, che verrà approfondito nei prossimi paragrafi, per cui la responsabilità degli amministratori per drenaggi di risorse o altri danni arrecati ad un comparto sarebbe sempre inquadrabile nello schema della responsabilità da attività di direzione e coordinamento; G.

In entrambi i casi, dunque, la dottrina risulta orientata verso il riconoscimento di un'azione diretta degli investitori nei confronti degli amministratori. Non solo: oltre ad essere individualmente legittimati ad agire, gli investitori sarebbero altresì personalmente destinatari del risarcimento del danno da essi subito per effetto della scorretta gestione.

Secondo l'unanime opinione dottrinale, in sintesi, qualora gli amministratori arrechino pregiudizio ad un comparto, il risarcimento del danno dovrebbe andare non già a beneficio del comparto bensì direttamente a beneficio dei singoli azionisti o portatori di altri strumenti finanziari correlati.

La soluzione non pare però del tutto soddisfacente. Se si assume la prospettiva proposta nel presente lavoro, per cui ciascun comparto deve intendersi e trattarsi, in sostanza, come se fosse un'autonoma società, ne consegue che dovrebbe replicarsi la disciplina comune sulla responsabilità gestoria degli amministratori, adattata alla dimensione del singolo comparto.

Se una simile impostazione fosse condivisibile, dovrebbe allora rispettarsi la distinzione, tratteggiata dal legislatore e corroborata dalla costante interpretazione giurisprudenziale, a proposito del pregiudizio sofferto da azionisti ed altri investitori della società, tra danno diretto e danno riflesso: a norma degli artt. 2393 e 2393-*bis*, se gli amministratori producono un danno al patrimonio sociale e quindi, di riflesso, agli azionisti che su di esso vantano diritti, allora il risarcimento eventualmente dovuto dovrà andare a favore del patrimonio sociale ed il ristoro per gli azionisti sarà quindi indiretto; a norma dell'art. 2395, invece, gli azionisti avranno azione diretta per ottenere personalmente il risarcimento del danno qualora la condotta degli amministratori non abbia procurato un pregiudizio al patrimonio sociale, ma soltanto al patrimonio personale del socio.

Occorre a questo punto domandarsi se possa sostenersi che, laddove una società si doti di una struttura multicompartimentale, simile distinzione debba essere operata ed applicata con riguardo non al patrimonio sociale complessivamente inteso, bensì a

GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato*, cit., p. 408 s., il quale, precisamente, così si esprime: «non mi sembra revocabile in dubbio che, qualunque sia la natura dello strumento – cioè sia che si tratti di uno strumento rappresentativo di un'operazione di tipo obbligazionario, ovvero concreti una tipologia di strumento di rischio, con posizione residuale quanto al rimborso rispetto ai creditori dell'affare e con una remunerazione in rapporto agli utili del medesimo – il sottoscrittore sia immancabilmente legittimato ad agire ex art. 2395 c.c. per il danno sofferto per la perdita di valore dello strumento dipendente dalla *mala gestio* dell'amministratore»; F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 80.

ciascun singolo comparto. Se la risposta fosse positiva, dovrebbero allora distinguersi le ipotesi in cui gli amministratori arrecano un danno al patrimonio autonomo del comparto e gli azionisti ed altri strumentisti correlati subiscono un pregiudizio solo indiretto, dalle ipotesi in cui, invece, gli amministratori provocano un danno direttamente ed esclusivamente nella sfera individuale degli azionisti e degli investitori correlati.

Il legislatore, nel disciplinare le azioni correlate ed i patrimoni destinati, non ha previsto alcunché nemmeno su questo punto. Dovendo allora ricostruire in via interpretativa la disciplina applicabile, può risultare utile indagare come venga risolto il problema in esame nell'ambito del sistema degli Oicr.

Nulla stabilisce neppure il T.u.f. con specifico riguardo alle Sicav ed alle Sicaf multicomparto.

A proposito delle società d'investimento monocomparto, si è allora considerato in dottrina che, in ragione della coincidenza tra investitori nell'Oicr e soci dello stesso, l'eventuale pregiudizio al patrimonio sociale derivante da una violazione dei doveri degli amministratori possa essere valutato, come in qualunque s.p.a., quale fondamento di un'azione di responsabilità esercitabile dalla società, a norma degli artt. 2393 e 2393-bis¹⁰⁹: con conseguente destinazione del risarcimento alla stessa, ad integrazione del patrimonio sociale.

Con riguardo invece alle società d'investimento multicompartimentali ed alle fattispecie di pregiudizio arrecato ad un singolo comparto dalla cattiva gestione condotta dall'organo amministrativo, si è sostenuto¹¹⁰, in primo luogo, che la stessa Sicav o Sicaf vanti legittimazione ad agire contro gli amministratori, però per conto degli azionisti di comparto: ossia, al fine di ottenere un risarcimento da devolvere a beneficio del solo comparto pregiudicato. Si rispetterebbe così il summenzionato

¹⁰⁹ In questi termini P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 1148 e p. 1186. L'Autore tuttavia specifica (alle successive p. 1187 ss.) che, nelle sole Sicav (non quindi anche nelle Sicaf), il pregiudizio arrecato dagli amministratori al patrimonio sociale possa essere fatto valere anche individualmente dai singoli azionisti, attraverso l'esperimento di un'azione di responsabilità volta ad ottenere un risarcimento del danno a proprio diretto beneficio. Ciò in quanto, osserva l'Autore, difetterebbe nelle Sicav ogni esigenza di applicare la regola di canalizzazione che caratterizza le s.p.a. di diritto comune: «sembra che non faccia parte dello statuto speciale della Sicav la regola di canalizzazione, a beneficio della società, delle iniziative risarcitorie aventi quale presupposto un pregiudizio al patrimonio sociale, dovendosi ritenere che il socio abbia facoltà di promuovere, in via individuale, l'azione di responsabilità contro l'amministratore inadempiente, facendo valere, *pro quota*, il danno subito in termini di decremento di valore della partecipazione».

¹¹⁰ P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., p. 1190 s.

principio sistematico in ossequio al quale il danno indiretto (per gli azionisti) viene ristorato in modo indiretto.

Legittimati ad agire contro gli amministratori sarebbero poi anche i singoli azionisti; nel qual caso, la direzione del risarcimento eventualmente ottenuto dipenderebbe dal tipo di società di investimento in questione: laddove gli amministratori arrecassero un pregiudizio al comparto di una Sicav, gli azionisti compartimentali sarebbero legittimati ad agire a norma dell'art. 2395 per domandare il risarcimento diretto del danno indirettamente sofferto in conseguenza della diminuita consistenza del comparto di correlazione; qualora invece gli amministratori arrecassero pregiudizio al comparto di una Sicaf, l'azionista compartimentale sarebbe sì legittimato ad agire nei confronti degli amministratori, ma non a trattenere per sé il risarcimento, il quale, dunque, confluirebbe nel comparto depauperato¹¹¹.

Venendo ora alle Sgr, deve constatarsi come il legislatore non abbia posto nemmeno in questo caso una chiara disciplina sulla responsabilità conseguente ad una cattiva gestione del fondo d'investimento¹¹². Tuttavia, anche rispetto a quest'ultima fattispecie il dibattito dottrinale e giurisprudenziale ha avuto modo di elaborare varie ricostruzioni, riconducibili a tre orientamenti.

Secondo un primo, qualora gli amministratori della Sgr arrechino un danno ad un fondo d'investimento, i singoli quotisti potrebbero agire contro la società di gestione, nonché eventualmente contro i suoi amministratori a norma dell'art. 2395, per ottenere personalmente il risarcimento del danno subito quale riflesso di quello arrecato al fondo¹¹³.

Un diverso orientamento propone invece di operare una distinzione. Fermo restando cioè che, laddove sia la Sgr ad agire nei confronti degli amministratori, questa dovrebbe agire a favore del fondo, la disciplina cambierebbe a seconda della tipologia di fondo: in caso di pregiudizio arrecato ad un fondo aperto, i singoli partecipanti al fondo potrebbero agire, alternativamente, nei confronti della Sgr ovvero, a norma dell'art. 2395, nei confronti dei suoi amministratori, ma in un caso e nell'altro il risarcimento del

¹¹¹ Così, più precisamente, l'Autore: «nel momento in cui il singolo (e ogni) comparto costituisce un Oicr chiuso, la situazione si avvicina alla fattispecie della gestione di fondi chiusi da parte di una Sgr (...). Sembra coerente (...) negare la legittimazione del socio a trattenere per sé l'utilità economica rappresentata dal risarcimento del danno causato al comparto, in ragione del carattere vincolato dell'apporto».

¹¹² L'art. 36, comma 3, T.u.f., infatti, si limita a stabilire che «[l]a sgr che ha istituito il fondo o la società di gestione che è subentrata nella gestione agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario».

¹¹³ Così R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 199.

danno eventualmente ottenuto andrebbe a loro diretto vantaggio¹¹⁴; in caso di pregiudizio arrecato invece ad un fondo chiuso, i singoli partecipanti al fondo potrebbe sempre agire indifferentemente nei confronti della Sgr e dei suoi amministratori, ma in un caso e nell'altro il risarcimento del danno dovrebbe venire corrisposto al fondo pregiudicato e così andare a beneficio di tutti i suoi quotisti¹¹⁵.

¹¹⁴ P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., p. 1161 ss. e p. 1180 s.

¹¹⁵ P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., p. 1164 s., il quale così argomenta: «in ragione del carattere temporalmente vincolato dell'apporto, infatti, parrebbe congruo che le utilità, conseguite con l'esercizio dell'azione di responsabilità contro il gestore, debbano andare a reintegrare il patrimonio comune. (...) Vista la mancanza di un'organizzazione collettiva dei partecipanti a un fondo chiuso (in particolare se riservato) chiamata a deliberare a maggioranza sull'azionamento della responsabilità del gestore nonché la lettera dell'art. 36, comma 3, T.U.F. non si può comunque negare che la responsabilità della società sia azionabile dal singolo quotista: costui, pertanto, pur essendo legittimato ad agire contro la Sgr, sarebbe tenuto a devolvere i risultati positivi dell'azione al patrimonio comune, sul quale graverebbero, di conseguenza, i costi legali della medesima. Detta soluzione – benché strida con la totale discrezionalità da parte del quotista nell'esercizio dell'azione di responsabilità nonché con le conseguenze sul compenso della società dell'imputazione del risarcimento al fondo comune – risulta coerente, in effetti, non solo con le regole societarie che disciplinano l'esercizio dell'azione per il danno al patrimonio comune da parte delle minoranze (*ex artt. 2393-bis e 2395 c.c.*), ma soprattutto con la disciplina applicabile all'Oicr chiuso che assuma la forma di Sicaf, che costituisce l'omologo sul versante societario del fondo chiuso». Quanto invece all'azione del singolo quotista nei confronti degli amministratori, l'Autore (a p. 1181 s.) ipotizza le seguenti quattro soluzioni: «(i) privare radicalmente il singolo quotista della legittimazione ad agire contro gli amministratori della Sgr: la soluzione, però, potrebbe non risultare del tutto equa (se raffrontata al contesto dei fondi aperti), in ragione della circostanza che manca la possibilità di una decisione collettiva in relazione al risarcimento del danno al patrimonio comune; (ii) ammettere l'esperibilità dell'azione “*ex art. 2395 c.c.*” ma obbligare il quotista a destinare quanto eventualmente ottenuto al patrimonio comune: ne deriverebbe, però, più che una riduzione teleologica, uno stravolgimento di detta disposizione; (iii) consentire che il quotista, con un'applicazione analogica dell'art. 2393-bis c.c., possa fare valere il danno nell'interesse e a spese della collettività dei quotisti; (iv) ritenere che il singolo possa agire contro gli amministratori facendo valere il danno al fondo ai sensi dell'art. 2043 c.c. nell'interesse congiunto dei partecipanti, a titolo di gestione d'affari».

Un terzo orientamento sostiene infine che la Sgr sarebbe sì direttamente responsabile nei confronti dei quotisti, ma nel senso che questi ultimi vanterebbero una legittimazione processuale personale. Discorso differente sarebbe invece quello concernente la destinazione del risarcimento del danno: in proposito, si osserva che il patrimonio sul quale si perfeziona il danno è quello della Sgr (in particolare, quel suo patrimonio separato che è il fondo d'investimento), mentre il quotista subisce un pregiudizio solamente riflesso del primo; pertanto, in ossequio all'impostazione generale del diritto societario, il risarcimento del danno dovrebbe andare al fondo. E ciò sia nel caso in cui a risarcire il danno sia chiamata la Sgr con il "proprio patrimonio" (ossia, più precisamente – secondo l'impostazione qui proposta –, con il suo comparto "centrale"), in conseguenza dell'azione individuale contro di essa esperita dal quotista¹¹⁶, sia nel caso in cui a risarcire il danno siano invece chiamati gli amministratori e gli organi di controllo, in conseguenza dell'azione contro di essi esperita dalla stessa Sgr¹¹⁷ ovvero, laddove lo si ritenga possibile, dagli stessi partecipanti al fondo¹¹⁸.

Quest'ultima ricostruzione appare la più convincente. Se è certamente corretto ritenere che i singoli quotisti abbiano azione diretta nei confronti della Sgr e degli organi societari, potrebbe però sostenersi che detta azione sia simile a quella disciplinata dall'art. 2393-*bis* e che quindi la legittimazione processuale personale dei quotisti

¹¹⁶ Così M. MIOLA (– F. BRIOLINI), *Commento all'art. 36*, cit., p. 325, ad opinione del quale, letteralmente, «è da ritenere che l'azione di responsabilità esercitata dal singolo partecipante sia rivolta a reintegrare il patrimonio del fondo e non al risarcimento *pro quota* del danno subito dal proprio patrimonio personale». Secondo l'Autore, la soluzione s'imporrebbe in considerazione dell'impossibilità di quantificare il danno subito dal singolo partecipante, trattandosi di un'attività di gestione collettiva del risparmio svolta per sua natura in monte e nell'interesse collettivo dei partecipanti, e dunque dell'indivisibilità dell'obbligo risarcitorio. Ciò posto, «deve ritenersi che un'azione individuale nei confronti degli organi gestori e di controllo della Sgr sarà esperibile nei soli limiti del diritto comune della responsabilità da atto illecito, e quindi, in analogia dell'art. 2395 c.c., nel caso di danni prodotti non nel fondo comune di investimento, ma direttamente nel patrimonio personale dell'investitore, come avviene, nel caso di acquisto delle quote del fondo comune in circostanze od a condizioni non convenienti, per effetto di false informazioni provenienti dagli organi della Sgr» (p. 327).

¹¹⁷ Ipotesi la cui ammissibilità è stata riconosciuta da Trib. Milano 11 maggio 2015, in *Soc.*, 2015, p. 1132, con commento di P. Giudici.

¹¹⁸ Ipotesi ritenuta non percorribile da Trib. Milano 11 maggio 2015, cit., e da P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, in *Soc.*, 2015, p. 1143, ad opinione dei quali l'azione di responsabilità contro gli amministratori e i sindaci della Sgr, benché – come visto – vada a beneficio del fondo d'investimento pregiudicato dagli atti di cattiva amministrazione, può essere esercitata esclusivamente dalla Sgr, mentre i singoli partecipanti al fondo potrebbe agire contro gli esponenti aziendali a norma dell'art. 2395 solo quando, secondo quanto disposto dalla norma citata, questi abbiano arrecato loro un danno patrimoniale diretto e non solo riflesso di quello subito dal fondo. La legittimazione dei quotisti contro gli amministratori e i sindaci della Sgr è invece condivisibilmente ritenuta ammissibile (seppur, come visto sopra, con esiti differenti quanto alla destinazione del risarcimento) da R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 199 e da P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., p. 1180 ss.

svolga una funzione meramente incentivante l'iniziativa risarcitoria, senza però alterare la linearità del sistema che vuole ristorato il patrimonio direttamente danneggiato e lascia che il pregiudizio indiretto riceva un ristoro altrettanto indiretto. Un tale esito interpretativo risulterebbe peraltro coerente con quanto stabilito per il caso di amministrazione straordinaria o di liquidazione coatta amministrativa della Sgr, giacché il combinato disposto, rispettivamente, degli artt. 56, comma 3, T.u.f. e 72, comma 5, T.u.b., e degli artt. 57, comma 3, T.u.f. e 84, comma 5, T.u.b., stabilisce che l'azione di responsabilità nei confronti dei disciolti organi societari sia esercitata dai commissari straordinari a vantaggio del fondo.

Sulla scorta di queste considerazioni, sembra preferibile ritenere che la stessa soluzione debba applicarsi anche alle società multicomparto di diritto societario comune. Tale costruzione sarebbe oltretutto conseguenza dall'impostazione qui proposta per cui a ciascun comparto va riferito uno specifico interesse sociale ed applicata "in blocco" la disciplina a tutela dell'integrità del patrimonio sociale. Pertanto, in tutte le ipotesi prospettate nei precedenti paragrafi, sarebbe preferibile una soluzione che indirizzasse il risarcimento del danno dovuto dagli amministratori che abbiano arrecato danno al patrimonio del singolo comparto verso quest'ultimo, con ristoro solo indiretto per gli azionisti di comparto.

Questa ricostruzione, per quanto senz'altro preferibile dal punto di vista sistematico, incontra tuttavia dei problemi di concreta implementazione a causa delle evidenti lacune normative.

Se infatti il risarcimento andasse a beneficio del patrimonio del comparto anziché del patrimonio personale del socio, dovrebbe essere esperita non già l'azione di cui all'art. 2395, bensì un'azione sociale di responsabilità. Tale azione, nelle società monocomparto, è esercitata previa deliberazione dell'assemblea (o del collegio sindacale) o, in alternativa, direttamente da tanti soci che rappresentino le percentuali di capitale sociale stabilite dall'art. 2393-bis. L'assemblea è l'unica assemblea della società; le percentuali di cui all'art. 2393-bis sono calcolate sull'*unico* capitale sociale. Occorre allora domandarsi se e come possa concepirsi un sistema volto a consentire l'esperimento dell'azione sociale di responsabilità nell'interesse di un comparto di una società multidivisionale.

Una prima ipotesi potrebbe essere quella di applicare la disciplina attualmente stabilita dal legislatore così per come è concepita: dando dunque per assodato che il dato

positivo difficilmente ammette l'introduzione di una struttura federale pura per l'organo assembleare, bisognerebbe rimettere all'assemblea unitaria degli azionisti la decisione di esperire un'azione sociale di responsabilità nell'interesse (e quindi a vantaggio) di un singolo comparto. Al più potrebbe prevedersi che a tale assemblea partecipino solamente gli azionisti ordinari e gli azionisti correlati all'andamento del settore in tesi pregiudicato, escludendo quindi eventuali ulteriori categorie di azionisti correlati ad altri comparti. Del pari, le quote di capitale su cui determinare la legittimazione ad agire dei singoli soci a norma dell'art. 2393-*bis* dovrebbero calcolarsi sull'intero capitale sociale.

Una seconda ipotesi potrebbe essere quella di rimettere la deliberazione sull'esperimento dell'azione di responsabilità nell'interesse del comparto ai soli azionisti ad esso correlati. Come si è però visto nel precedente capitolo, pare debba escludersi che il diritto vigente consenta una simile soluzione.

Pertanto, delle due l'una: o si ammette che già il diritto vigente possa essere interpretato nel senso che il pregiudizio subito dal comparto possa essere ristorato attraverso un'azione di responsabilità diretta a suo beneficio, nel qual caso la sola soluzione praticabile sembra essere rimettere pur sempre all'assemblea generale la deliberazione sul suo esperimento e calcolare le quote per l'esercizio dell'azione di responsabilità della minoranza sull'unico capitale sociale (non essendo ammissibili costruzioni alternative); oppure si nega in radice la possibilità che il risarcimento del danno subito dal comparto vada a beneficio di quest'ultimo e si aderisce alle surriferite tesi per cui in casi simili il pregiudizio indirettamente sofferto dal socio correlato dovrebbe essere da quest'ultimo fatto valere a proprio vantaggio attraverso l'azione di cui all'art. 2395.

In prospettiva futura, ad un auspicabile riconoscimento dell'autonomia necessaria a costituire un gruppo endosocietario dovrebbe seguire un riconoscimento di un margine di autonomia per consentire alla società, laddove lo desidera, di conferire struttura variamente federale all'assemblea in merito alla delibera sull'esperimento dell'azione di responsabilità nell'interesse del comparto. Inoltre, dovrebbe consentirsi di stabilire in via statutaria, laddove la società lo desidera, che il capitale sociale su cui vanno calcolate le aliquote che consentono l'esperimento dell'azione sociale della minoranza sia unicamente quello rappresentato dalle azioni correlate al comparto nel cui interesse s'intende agire.

Un'ultima riflessione da proporsi riguarda la struttura dell'azione di responsabilità, mutuando quanto accade per le Sgr.

Qualora gli amministratori della Sgr arrechino danno ad un fondo d'investimento, secondo la ricostruzione più condivisibile, i possessori di quote del fondo pregiudicato sarebbero legittimati ad agire per il risarcimento dei danni sia nei confronti della Sgr sia nei confronti dei suoi amministratori e sindaci¹¹⁹; con la possibilità della Sgr di agire nei confronti dei propri organi non solo a titolo di rivalsa, in caso di escussione del proprio patrimonio da parte dei quotisti, ma anche a titolo preventivo, nel senso che, secondo i più recenti arresti della giurisprudenza, la Sgr avrebbe il potere/dovere di agire verso i propri amministratori per ottenerne la condanna a risarcire il fondo¹²⁰.

L'analisi di questo sistema consente di leggere la volontà del legislatore nel senso di tutelare le ragioni degli investitori settoriali mettendo a loro disposizione, quale garanzia patrimoniale, non solo il patrimonio personale degli amministratori ma anche quello "centrale" della Sgr. Il risarcimento del danno, come detto, dovrebbe andare a beneficio del fondo e quindi a ristoro solo indiretto degli investitori. Quando si dice che la Sgr può agire contro i propri amministratori, deve in realtà intendersi – volendo inquadrarsi la Sgr con i fondi gestiti come una società multicompartimentale – nel senso che gli investitori del comparto "centrale" della Sgr possono tutelare a loro volta i propri interessi patrimoniali, salvaguardando l'integrità del patrimonio su cui insistono i loro diritti e che costituisce solo una garanzia supplementare per gli investitori nei fondi comuni. Pertanto, gli investitori del comparto "centrale" (ossia, gli azionisti della Sgr) possono o agire in via preventiva (onde cioè evitare, per quanto possibile, l'aggressione del "loro" comparto) contro gli amministratori, in modo che questi siano condannati a risarcire il fondo d'investimento pregiudicato; oppure, in caso di aggressione del loro comparto da parte dei quotisti, possono agire in rivalsa contro gli amministratori per il rimborso di quanto il "loro" patrimonio sia stato costretto a pagare al fondo pregiudicato dalla cattiva gestione.

¹¹⁹ Così R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 199; P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., p. 1180 ss. In senso contrario, negando cioè la legittimazione individuale dei partecipanti al fondo nei confronti degli amministratori della Sgr, Trib. Milano 11 maggio 2015, cit., p. 1132 ss., e P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, cit., p. 1143: si è già accennato che, secondo la ricostruzione della disciplina adottata dalla sentenza del Trib. Milano, 11 maggio 2015, cit., contro i membri degli organi di amministrazione e controllo della Sgr sia legittimata ad agire esclusivamente la stessa Sgr, non anche i singoli partecipanti al fondo d'investimento.

¹²⁰ Così Trib. Milano 11 maggio 2015 cit.; P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., p. 1175.

Ebbene, un simile modello potrebbe a ben vedere assumersi come esempio anche per i gruppi endosocietari a struttura patrimoniale piramidale, dove c'è un comparto "centrale" che potrebbe svolgere una funzione di garanzia patrimoniale aggiuntiva verso gli investitori settoriali per il caso in cui gli amministratori abbiano agito in pregiudizio del comparto. Se una simile costruzione potesse allora essere replicata nella dimensione delle società multicompartimentali di diritto comune, dovrebbe consentirsi agli azionisti correlati di agire tanto nei confronti degli amministratori quanto nei confronti del comparto "centrale"; al contempo, gli azionisti correlati al comparto "centrale" potrebbero deliberare l'esperimento di un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori per ottenerne la condanna al risarcimento del danno a favore del comparto pregiudicato ovvero del comparto centrale, a seconda che quest'ultimo sia già stato escusso o meno dagli azionisti settoriali.

2.6. Il compimento di atti gestori del comparto giustificati dall'interesse del "gruppo endosocietario": le tesi prospettate in dottrina.

È diffusa in dottrina la constatazione del fatto che la società multicomparto (anche quando non ricorrano i caratteri propri di un gruppo endosocietario) presenta evidenti analogie con la fattispecie dei gruppi di società¹²¹.

Viene perciò in rilievo l'applicazione della disciplina sull'attività di direzione e coordinamento sia perché, malgrado sia formulata ponendo attenzione al momento patologico, sancisce la piena legittimità di un'attività di eterodirezione, sia perché stabilisce una forma di tutela per i soggetti estranei al centro di comando dell'impresa multidivisionale, quei soggetti cioè che hanno interessi patrimoniali esclusivamente su uno dei comparti di cui l'impresa multidivisionale si compone, sia infine perché il legislatore non ha dettato una normativa specificamente riferita ai "gruppi" di società, preferendo trattare genericamente tutti i casi di contemporanea gestione di plurimi centri di profitto autonomi¹²².

¹²¹ G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions replet», cit., p. 619; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 126; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 136 s.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 221; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 173.

¹²² P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 161 ss. e 176; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 144. A proposito delle società con patrimoni destinati, G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, cit., p. 653 s.; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 98 ss., secondo cui il percorso per estendere alle società multicomparto la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento si basa su due dati: il primo, di carattere giuridico-formale, sarebbe da rinvenirsi

Vi è tuttavia concordia sul fatto che la disciplina dei gruppi non sia applicabile nella sua interezza¹²³.

Non si ritiene applicabile l'art. 2497, comma 3, c.c.: non essendoci alcuna separazione soggettiva e patrimoniale fra i diversi settori e l'attività, non sarebbe applicabile la disposizione che stabilisce un ordine tra i patrimoni a carico dei quali è posto il risarcimento¹²⁴.

Non sarebbe poi applicabile nemmeno l'art. 2497-bis, commi 1 e 2, dove si prevede la pubblicità nel registro delle imprese della condizione di soggezione di una società all'attività di eterodirezione di un'altra, avendo il legislatore previsto per le

nell'assenza, nel nostro ordinamento, di una definizione giuridica di "attività di direzione e coordinamento" e del relativo titolo, che quindi rappresenterebbe una precisa scelta legislativa (nel senso di non circoscrivere appunto l'applicazione di tali norme alla sola realtà dei gruppi) e potrebbe assumere nella prassi diverse articolazioni e graduazioni i cui estremi andrebbero ravvisati in base a dati economico-aziendali, in rapporto ai quali si profilerebbe senz'altro neutrale il carattere *intersoggettivo* dei legami tra le imprese governate secondo la strategia comune; il secondo, di natura sostanziale, ravvisabile nella circostanza per cui nel piano economico-finanziario redatto al momento della costituzione di un patrimonio destinato vengono specificati i principi di *un'attività di direzione e coordinamento di un'impresa* che gli amministratori della società con patrimoni destinati si vincolano ad esercitare e che consiste nel sincronizzare l'attuazione del programma specifico con il complessivo oggetto sociale e con gli altri progetti imprenditoriali al cui servizio sono posti eventuali ulteriori vincoli di destinazione patrimoniale; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 235 ss., rilevando che «l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte degli amministratori di società con patrimoni destinati è sicuramente *doverosa*, sicché la violazione dei "principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale" si rivela, qui, fonte di *responsabilità* contrattuale (arg. ex art. 2392 c.c.)» (enfasi originali). Si pronuncia invece in senso contrario all'applicazione degli artt. 2497 ss. alle società multicompartimentali F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, cit., p. 86 ss., argomentando sia sulla scorta dell'assenza di rinvii malgrado i due complessi normativi siano stati introdotti dal legislatore storico con la medesima riforma, sia in forza dell'osservazione per cui l'art. 2497 supporrebbe relazioni intersoggettive tra imprese, che diano luogo a forme di eterodirezione e coordinamento; la norma non potrebbe allora operare in presenza di una società monade, ancorché multidivisionale, attribuendo ai suoi creditori, in deroga ai principi sulla limitazione di responsabilità nella segregazione patrimoniale, una pretesa risarcitoria verso il patrimonio generale della società. Secondo l'Autrice da ultimo citata, la sola regola che potrebbe importarsi dalla disciplina dei gruppi sarebbe quella che impone la considerazione di eventuali vantaggi compensativi, risultando necessario od opportuno anche in riferimento alle società con patrimoni destinati contestualizzare i singoli atti di gestione (intersoggettivi o meno) in una realistica ed effettiva valutazione globale dell'attività della società, diacronicamente intesa.

¹²³ G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions reflect», cit., p. 619; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 225 ss. Secondo R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 108 s. e p. 135, non sarebbe applicabile la parte della disciplina sull'attività di direzione e coordinamento che si occupa dei soci di minoranza, sul presupposto evidentemente che non vi siano soci di comparto. Per questa ragione, non sarebbero perciò applicabili la norma sulla responsabilità verso i soci di minoranza e quella sul recesso dei soci nei casi di cui all'art. 2497-*quater*. Come visto sopra, questa conclusione potrebbe essere non del tutto condivisibile o comunque superabile in una prospettiva *de iure condendo*. Per questa ragione, si preferisce qui svolgere un discorso completo considerando anche la tutela dei soci di un comparto soggetto a direzione e coordinamento.

¹²⁴ M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 225 s., testo e nt. 60; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 189 s.

società costituenti patrimoni destinati meccanismi pubblicitari specifici ma di portata sostanzialmente equivalente¹²⁵.

Ancora, non sarebbero applicabili le presunzioni stabilite dall'art. 2497-*sexies* e la norma di raccordo racchiusa nell'art. 2497-*septies*¹²⁶.

Elemento normativo invece considerato perfettamente coerente anche con la realtà multicompartimentale è il regime dei vantaggi compensativi¹²⁷. Sopra (sez. I del presente capitolo) si è detto che secondo la dottrina si ha una lesione dell'interesse sociale quando si procuri un sacrificio ad un comparto a favore esclusivamente di un altro comparto. Qui deve specificarsi che il sacrificio ad un comparto, seppur a vantaggio di un altro, può essere tollerato se agisce nel perseguimento dell'interesse dell'impresa multidivisionale (o, meglio, dell'interesse di uno o più altri comparti della medesima società) e vi sono adeguati vantaggi compensativi.

Parte della dottrina¹²⁸ ha però evidenziato come per ritenere legittimi i sacrifici imposti ad un determinato settore correlato al fine di avvantaggiarne un altro sarebbero indispensabili: (i) un'adeguata istruttoria dell'operazione da parte dell'organo amministrativo; (ii) una trasparente informativa ai soci dei termini e delle modalità dell'operazione e (iii) un'immediata (anche se non necessariamente derivante dalla medesima operazione) compensazione; compensazione non già "virtuale" ma "attuale e reale". Si dovrebbe comunque tener conto di vantaggi mediati e indiretti, ancorché non esattamente quantificabili, ma non anche di quelli solo fondatamente prevedibili (considerati dall'art. 2634, comma 3, c.c.)¹²⁹.

Altra disposizione che si ritiene applicabile è quella relativa all'obbligo di motivazione delle decisioni adottate in una prospettiva di direzione e coordinamento del gruppo endosocietario: per cui, a norma dell'art. 2497-*ter* c.c., le decisioni che si

¹²⁵ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 135.

¹²⁶ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 136.

¹²⁷ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 121, secondo cui la teoria dei vantaggi compensativi costituirebbe la corretta esecuzione di un'azione perequativa intesa a perseguire l'interesse sociale declinato come interesse alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 176 s. e 202 s.; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 145; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 225 ss.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 189. A proposito delle società con patrimoni destinati, R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 215; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 235.

¹²⁸ M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 227, testo e nt. 64; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 191.

¹²⁹ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 271 ss., il quale osserva tuttavia come i vantaggi futuri e prevedibili, ancorché non escludano il danno attuale cagionato dall'attività di direzione e coordinamento, possano però influire sul giudizio di responsabilità dell'organo amministrativo investito della stessa e, in particolare, denotino l'adozione di un criterio di ragionevolezza gestionale che esprime il rispetto della diligenza professionale nell'esercizio delle funzioni di gestione.

rivelassero nell'immediato svantaggiose per un settore ma ispirate da un altro interesse imprenditoriale – e che oltretutto si è convinti possano essere in futuro compensate da altri vantaggi – devono essere analiticamente motivate e di tale motivazione deve essere data adeguata pubblicità nella relazione sulla gestione¹³⁰.

La disciplina dell'attività di direzione e coordinamento, all'art. 2497-*bis*, ult. comma, impone altresì agli amministratori di indicare nella relazione sulla gestione sia «i rapporti intercorsi con chi esercita l'attività di direzione e coordinamento e con le altre società che vi sono soggette», sia soprattutto l'effetto di tale attività sull'esercizio dell'impresa sociale¹³¹.

Tornando ai profili di responsabilità, la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento, nel regolare i pregiudizi subiti dai singoli comparti dell'impresa conglomerale, si connota non solo per il recepimento della teoria dei vantaggi compensativi, ma anche per il differente regime rimediale esperibile nel caso in cui il pregiudizio subito da un comparto si consolidi per l'assenza, appunto, dei suddetti vantaggi¹³².

Difatti, l'art. 2497, per il caso in cui, anche alla luce della teoria dei vantaggi compensativi, risulti cristallizzato un pregiudizio per un dato comparto, introduce un mutamento nelle tecniche di tutela degli interessi della società eterodiretta (e dei suoi soci e creditori): non sono più esperibili azioni a carattere reale (in particolare, l'azione di annullamento) per rimuovere l'atto e/o le delibere fonti di pregiudizio al comparto,

¹³⁰ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 178. In materia di società con patrimoni destinati, si veda R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 322 ss., testo e nt. 68, secondo il quale, però, la predetta disciplina dettata in materia di direzione e coordinamento si affiancherebbe agli obblighi di informazione preventiva contemplati dall'art. 2391 in tema di interesse degli amministratori: ciò in quanto, secondo l'Autore, mentre l'applicazione della disciplina dell'attività di direzione e coordinamento consentirebbe soprattutto una migliore salvaguardia delle ragioni degli investitori e dei creditori dei patrimoni destinati all'esercizio di imprese soggette a quest'attività, la trasparenza degli interessi di cui è portatore l'amministratore in una determinata operazione varrebbe per converso ad allentare il collegio sindacale (destinatario della comunicazione dell'interesse) in ordine alla potenziale lesione dell'integrità del patrimonio sociale insita in rapporti intergestori atti a trasferire risorse a comparti autonomi a pregiudizio degli azionisti (che non abbiano investito nei patrimoni dedicati) e dei loro creditori sociali. Questa tesi non pare però condivisibile: pare infatti preferibile considerare non applicabile l'art. 2391 quando l'interesse che incide su una determinata operazione sia quello del gruppo (o di chi svolge attività di direzione e coordinamento); situazione, che nel caso di società multidivisionali si declina come interesse di altro comparto o dell'impresa multidivisionale nel suo complesso.

¹³¹ R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 321.

¹³² Secondo P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 208, presupposti oggettivi per questo tipo di responsabilità sarebbe la realizzazione di rapporti intergestori iniqui o non correttamente contabilizzati o la sistematica oppressione del settore, riconducibili alla violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale posta in essere per favorire altro interesse imprenditoriale; dovrebbe poi verificarsi un danno alla redditività e al valore della partecipazione divisionale, valutato alla luce del risultato complessivo dell'attività.

esaurendosi invece la tutela in quella di carattere meramente risarcitorio. Pertanto, il danno prodotto in occasione del perseguimento dell'interesse di uno o più altri comparti dovrà essere ristorato esclusivamente mediante una prestazione risarcitoria, mentre una delibera o un atto assunti in danno ad un comparto nel perseguimento di un interesse non riconducibile a quello del gruppo endosocietario (non solo espongono gli autori a responsabilità, ma) sono altresì annullabili ai sensi degli artt. 2391, 2373 o 1394 c.c.¹³³.

Un delicato problema riguarda gli esatti termini di applicazione di quest'ultima parte della disciplina. Se da un lato può infatti risultare intuitivo che ad una realtà come quella del gruppo endosocietario sia applicabile la disciplina sull'attività di direzione e coordinamento – e, anzi, proprio in quest'occasione può rivalutarsi la scelta del legislatore del 2003 di non porre una disciplina dei “gruppi” di società quanto piuttosto, più genericamente, del fenomeno dell'attività di direzione e coordinamento –, dall'altro non pare affatto scontato individuare il patrimonio su cui, in caso di abuso di attività di eterodirezione, dovrà gravare il risarcimento del danno.

Trattando delle società emittenti azioni correlate o costituenti patrimoni destinati, la dottrina ha in proposito suggerito di ravvisare nell'organo amministrativo il soggetto che esercita attività di direzione e coordinamento. Di conseguenza, in caso di mancata realizzazione di vantaggi compensativi a favore del comparto pregiudicato, l'organo amministrativo dovrebbe essere onerato del relativo risarcimento¹³⁴.

¹³³ Cfr. P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 203 s., il quale, a proposito delle società emittenti azioni correlate, ha osservato come l'apprezzamento dei diversi interessi coesistenti non possa trovare risposte sul piano del singolo atto, di guisa che le sanzioni invalidatorie previste tipicamente dall'art. 2391 risultano per così dire assorbite nel complessivo contesto dell'attività sociale; quindi, non possano formare oggetto di impugnazione decisioni la cui potenzialità lesiva nei confronti dei soci correlati può essere valutata solo in una prospettiva temporale più ampia di quella dell'assunzione del singolo atto. In particolare, secondo l'Autore «l'assunzione di una prospettiva *dinamica* di attività (...) si rivela incompatibile con quegli strumenti dell'ordinamento che tipicamente si appuntano sulla illiceità di singole manifestazioni dell'azione organizzata e che coerentemente offrono ai legittimati una tutela in termini di eliminazione dell'atto viziato» (enfasi originale), quali gli artt. 1394 e 1395, nonché l'art. 2391 c.c.

¹³⁴ Per riportare correttamente le tesi citate, occorre operare una distinzione. Per quanto riguarda il risarcimento del danno patito dai creditori, la dottrina che ha approfondito l'istituto dei patrimoni destinati sostiene che i creditori abbiano azione diretta nei confronti degli amministratori a norma dell'art. 2497, commi 1 e 2, salvo solo il caso in cui legittimato ad esperire l'azione di responsabilità nel loro interesse sia il curatore o il commissario liquidatore o straordinario. Del pari, anche i sottoscrittori di strumenti di partecipazione all'affare potrebbero agire direttamente nei confronti degli amministratori a norma dell'art. 2497, senza che l'organizzazione di gruppo e, segnatamente, l'eventuale esercizio dell'azione da parte del rappresentante comune, valgano a negare ai singoli titolari di strumenti finanziari partecipativi a specifici affari la piena legittimazione all'esercizio dell'azione contemplata dall'art. 2497, posto che le azioni individuali dei sottoscrittori, in qualità di investitori in uno specifico comparto della società, sono espressamente riconosciute in virtù del richiamo alla disciplina delle obbligazioni (vd. art. 2419) contenuto nel capoverso dell'art. 2447-*octies*. La legittimazione dei portatori di strumenti finanziari di partecipazione all'affare ad esperire un'azione diretta contro gli amministratori, a norma dell'art. 2497,

Si sono già spiegate sopra le ragioni per cui deve ritenersi non condivisibile la tesi dell'applicazione dell'art. 2395 c.c. alle ipotesi di pregiudizi subiti dagli azionisti di comparto solo indirettamente (quale conseguenza cioè del depauperamento del comparto stesso); ossia le ragioni per cui pare preferibile stabilire che il risarcimento del danno debba andare a favore del comparto e non del patrimonio personale dei suoi azionisti. Si tratta ora di spiegare perché, laddove sia applicabile la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento, non sembra condivisibile porre il risarcimento del danno a carico (solo) degli amministratori.

2.7. Il problema della sovrapposibilità del sistema di responsabilità di cui all'art. 2497 alla fattispecie delle società multicomparto.

A ben vedere, la disciplina di cui agli artt. 2497 ss. non ha quale unico presupposto – come invece parrebbe presupporre la tesi succitata – il fatto che vi sia un'impresa multicompartimentale connotata da un'attività di direzione e coordinamento dei diversi comparti (siano essi soggettivizzati o meno). La suddetta disciplina ha invece due presupposti: il primo è senz'altro quello appena richiamato; il secondo è che vi sia una società od un ente che svolge l'attività di direzione e coordinamento agendo «nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui» (così recita il primo comma dell'art. 2497 c.c.).

In altri termini, il mutamento di disciplina opera quando una o più società sono sottoposte all'influenza dominante di un'altra società (nel caso di gruppo verticale) o, in

«per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore» del loro investimento si giustificerebbe per «l'assenza di soggettività del patrimonio destinato, che tecnicamente preclude la legittimazione del medesimo ad agire verso i gestori che ne abbiano leso l'integrità». Queste le conclusioni cui perviene R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 248 ss. e p. 255 ss.; ID., *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 226 s. e p. 265 ss. Per quanto riguarda invece la tutela degli azionisti, la dottrina che ha trattato la fattispecie delle società emittenti azioni correlate, se ben la si è intesa, non ritiene che i soci siano legittimati ad esperire l'azione prevista dall'art. 2497, ma suggerisce piuttosto di trarre da tale norma l'indicazione del legislatore nel senso di sostituire al rimedio reale il rimedio obbligatorio qualora il pregiudizio per un comparto sia stato ispirato dal perseguimento dell'interesse «generale» dell'impresa multidivisionale. Una volta esclusa l'applicabilità delle norme che consentirebbero di impugnare le delibere e gli atti pregiudizievoli per il comparto, e circoscritta quindi la tutela invocabile dagli azionisti di comparto alla sola tutela obbligatoria, si individua nell'art. 2395 la norma di legge a tal fine applicabile: così P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 163, p. 176 ss. e p. 208 ss., il quale esclude la diretta applicabilità dell'azione risarcitoria di cui all'art. 2497 «in quanto presuppone sul piano soggettivo una molteplicità di enti e di patrimoni autonomi, carente nella fattispecie della emissione di azioni correlate»; sicché l'art. 2497 svolgerebbe una funzione di «parametro legale per la selezione delle fattispecie di patologia dell'agire sociale in un contesto di multidivisionalità», ma la norma nella quale individuare «fondamento e legittimazione dell'azione risarcitoria» andrebbe ravvisata in quella, di carattere individuale, di cui all'art. 2395.

alternativa, quando più società si coordinano tra loro per lo svolgimento delle rispettive imprese (nel caso di gruppo orizzontale). Quel che si suppone, per dirla in termini più semplici, è che due società siano tra loro connesse o perché una controlla l'altra, o perché le due si controllano a vicenda. Quindi, nel voler ricostruire i presupposti di applicazione della disciplina di cui agli artt. 2497 ss. c.c., si potrebbe dire che il legislatore richieda alternativamente: (i) che un imprenditore controlli un altro imprenditore e vi sia un'attività di eterodirezione (che perciò è) *unilaterale*; (ii) che due o più imprenditori si controllino a vicenda e vi sia un'attività di eterodirezione (che perciò è) *reciproca*. Questi, ad un'attenta analisi, parrebbero essere i presupposti individuati dal legislatore ai fini del mutamento della disciplina applicabile tanto al governo della realtà eterodiretta, quanto ai rimedi esperibili a fronte di violazione delle regole anzidette.

Ora, la disciplina applicabile in ipotesi di violazione delle regole sul corretto esercizio dell'attività di direzione e coordinamento stabilisce che il risarcimento del danno gravi senz'altro sugli amministratori della capogruppo che abbiano posto concretamente in essere l'abuso di eterodirezione (ai sensi dell'art. 2497, comma 2), ma gravi prima di tutto sul patrimonio della capogruppo stessa¹³⁵. Parimenti, nel caso di abuso di eterodirezione nell'ambito di un gruppo orizzontale, la norma deve intendersi nel senso che il risarcimento graverà sulle altre società del gruppo cui sia imputabile la decisione coordinata a danno di una di loro (oltreché, ovviamente, sugli amministratori di queste ultime che hanno assunto la decisione pregiudizievole per una società eterodiretta). In un caso e nell'altro, insomma, il risarcimento grava sul patrimonio di una o più società prima che sul patrimonio personale degli amministratori; e ciò in quanto è l'interesse di queste altre società che viene perseguito in pregiudizio dell'interesse della società eterodiretta. Si tratta, a ben vedere, di un ragionevole compromesso: il legislatore consente alle società che controllano un'altra di perseguire anche *per mezzo* di questa il *loro* interesse, ma addossa loro in contropartita l'onere economico o della realizzazione dei vantaggi compensativi, o del risarcimento.

Questa costruzione non verrebbe però rispettata qualora si ritenesse che gli amministratori siano i soli responsabili per un'abusiva attività di direzione e coordinamento di una società multicompartimentale. Gli amministratori vengono intesi come artefici dell'attività di direzione e coordinamento; ma se è senz'altro vero che essi

¹³⁵ Si trascura volutamente, per il momento, il tema del previo risarcimento ad opera della società eterodiretta, ai sensi del terzo comma dell'art. 2497.

ne sono gli autori, è altrettanto vero che il legislatore non attribuisce rilievo alcuno al perseguimento del loro personale interesse. Gli amministratori, in altri termini, vengono in rilievo in quanto “vassalli” ed esecutori materiali del perseguimento di quell’interesse che giustifica il cambio di disciplina. Del resto, affinché sia applicabile la più favorevole disciplina di cui all’art. 2497 non è certo sufficiente che un’operazione pregiudizievole per il patrimonio sociale sia diretta a soddisfare l’interesse di un’altra società, ancorché magari partecipata dalla medesima compagine sociale: in un caso simile, mancando appunto il presupposto dell’eterodirezione, la deviazione dall’interesse sociale per favorire l’interesse di un’altra società (seppur “sorella”) rimarrà assoggettata alle regole comuni come un qualsiasi atto di gestione infedele. Secondo la tesi sopra riportata essi sarebbero invece i soli responsabili, senza che sia ravvisabile quell’interesse imprenditoriale distinto di cui gli amministratori, nel compiere una certa operazione in pregiudizio del singolo comparto, dovrebbero essere meri persecutori.

Le riflessioni sinora condotte dovrebbero contribuire a mettere in evidenza come la sola circostanza per cui vi sono più imprese (cui sono associati altrettanti comparti) gestite dallo stesso organo amministrativo (o, comunque, in qualche modo coordinate tra loro) non sia *di per sé* sufficiente a rendere applicabile la disciplina di cui agli artt. 2497 ss. c.c. Se in un gruppo endosocietario l’organo amministrativo dovesse compiere un’operazione con sacrificio di un comparto ma a vantaggio di un altro, in questo caso, ad avviso di chi scrive, nessuna rilevanza potrebbe attribuirsi al fatto che il comparto avvantaggiato appartiene alla medesima società; sicché rimarrebbe applicabile la disciplina comune esaminata (a seconda del tipo di operazione) nei paragrafi precedenti, avendo riguardo alla sola lesione dell’interesse riferibile al comparto pregiudicato.

Affinché divenga applicabile la differente disciplina sull’attività di direzione e coordinamento, è perciò necessario che sia ravvisabile non solo un’attività di direzione e coordinamento dei vari comparti ad opera dell’organo amministrativo, ma anche un interesse imprenditoriale di una o più altre società il cui perseguimento sia la ragione del pregiudizio subito dal comparto e sui patrimoni delle quali debbano ricadere le conseguenze dannose delle operazioni eterodirette.

Per provare a tracciare una soluzione può procedersi verificando come la struttura dei gruppi (verticali e orizzontali) si riproponga nelle società multicomparto. Nel farlo, occorre però avere riguardo ad entrambi i due elementi evidenziati nel secondo e nel

terzo capitolo del presente lavoro: l'elemento della struttura patrimoniale e l'elemento della struttura amministrativa della società multicomparto.

Partendo dall'elemento patrimoniale, si è visto in conclusione del primo capitolo che una società multicompartimentale può riprodurre la struttura patrimoniale sia di un gruppo verticale che di un gruppo orizzontale. Ricorre, in particolare, la prima ipotesi quando vi sia un comparto "centrale", non direttamente operativo, con funzione di "cassa comune", e sotto di esso gli altri comparti impiegati nelle diverse divisioni imprenditoriali della società. Ricorre invece la seconda ipotesi laddove tale comparto centrale manchi e la struttura patrimoniale sia composta solo dai vari comparti operativi.

Se dunque si affermasse che la disciplina sull'attività di direzione e coordinamento deve essere "replicata" nel gruppo endosocietario avendo riguardo alla struttura patrimoniale del gruppo, si dovrebbe concludere che, qualora il gruppo endosocietario abbia struttura patrimoniale piramidale (ossia, riproduca la struttura patrimoniale di un gruppo, esosocietario, verticale), l'onere economico del risarcimento del danno a favore del comparto pregiudicato debba gravare sul comparto centrale; qualora invece il gruppo endosocietario abbia struttura patrimoniale orizzontale, l'onere del risarcimento dovrà gravare sui vari comparti avvantaggiati. In questo modo, in altri termini, si pone l'attenzione sulla struttura patrimoniale per evidenziare come essa, se non fosse per l'assenza di distinte soggettività giuridiche, sia del tutto identica a quella, alternativamente, di un gruppo verticale o di un gruppo orizzontale.

Ma la riflessione sull'assimilazione, ai fini della disciplina in esame, del gruppo endosocietario al gruppo esosocietario (composto, cioè, da distinte società) deve considerare anche il secondo elemento di analisi, ossia la struttura amministrativa del gruppo endosocietario.

In chiusura del terzo capitolo, a conclusione delle riflessioni ivi svolte, si è osservato come la struttura amministrativa di un gruppo endosocietario possa riprodurre la struttura di un gruppo verticale o di un gruppo orizzontale. Nel primo caso, come nel gruppo verticale esosocietario, vi è (sostanzialmente) una sola organizzazione di governo che gestisce i diversi comparti patrimoniali¹³⁶. Nel secondo caso, invece, come

¹³⁶ Questo è, infatti, quel che accade anche nei gruppi verticali tradizionali: anche in questo caso, nella sostanza, l'organizzazione di governo della controllante gestisce il patrimonio di questa e delle controllate, la cui organizzazione di governo o è più o meno coincidente, o rimane in genere comunque piuttosto permeabile alle direttive impartite dall'organizzazione di governo della capogruppo.

nel gruppo orizzontale esosocietario, vi sono tante organizzazioni autonome quanti sono i comparti separati, che poi trovano un momento di coordinamento su base paritetica.

Se si volesse attribuire rilievo al profilo amministrativo, dovrebbe ricostruirsi la disciplina della responsabilità per eterodirezione nel senso che il patrimonio gestito dall'organizzazione amministrativa dirigente deve risarcire il patrimonio gestito dall'organizzazione amministrativa eterodiretta.

Senonché, se fosse corretta questa ricostruzione, bisognerebbe individuare nel gruppo endosocietario da un lato un'organizzazione amministrativa dirigente e un comparto da questo gestito; dall'altro un'organizzazione amministrativa eterodiretta e un comparto gestito da quest'ultima. In questo modo potrebbe porsi il risarcimento del danno a carico del primo comparto e a favore del secondo. Se quindi si ritenesse che la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento vada "replicata" nel gruppo endosocietario avendo riguardo alla struttura amministrativa del gruppo, il risarcimento del danno dovrebbe porsi a carico del comparto gestito dall'organizzazione amministrativa esercente l'attività di direzione e coordinamento e dovrebbe andare a vantaggio del comparto gestito dall'organizzazione amministrativa soggetta a detta attività di direzione e coordinamento.

Il problema, tuttavia, è che in un gruppo endosocietario non sembrano ravvisabili un'organizzazione dirigente ed un'organizzazione diretta. La struttura amministrativa, di cui si è trattato nel terzo capitolo, può infatti variamente svilupparsi come "centralizzata" o "federale"; estremi, che sono stati sopra associati alle strutture dei gruppi verticali, da un lato, ed orizzontali dall'altro: ma ciò in quanto in un caso le stesse persone hanno potere decisionale su tutti i comparti e nell'altro, invece, il potere decisionale è distribuito in ragione dei diversi comparti. Non pare di contro ravvisabile quella combinazione tra struttura amministrativa e struttura patrimoniale che si ritrova nei gruppi verticali esosocietari, dove non solo vi è un comparto "centrale" (ossia, il patrimonio della capogruppo) ma vi sono anche delle organizzazioni amministrative autonome "sottomesse" (ossia, gli organi delle società eterodirette): combinazione, che, rappresentando il precipitato della circostanza per cui vi è un'entità imprenditoriale che dirige un'altra entità imprenditoriale, giustifica la lineare soluzione per cui il danno patito dal patrimonio dell'entità imprenditoriale eterodiretta viene ristorato dal patrimonio dell'entità imprenditoriale dirigente.

Non pare pertanto accoglibile un criterio basato sulla responsabilizzazione dell'(unica) struttura amministrativa nel senso appena esplicitato.

Tornando però al punto di partenza, si deve ribadire come non paia accoglibile nemmeno la soluzione, proposta dalla dottrina sopra riportata, volta ad addossare il risarcimento del danno solamente al patrimonio personale dell'amministratore. Il sistema dell'art. 2497, si ribadisce, pare avere una sua logica in quanto addossa il risarcimento del danno a carico del patrimonio dedicato *all'impresa* avvantaggiata dal pregiudizio imposto *all'impresa* eterodiretta. E il patrimonio dell'amministratore non è, per l'appunto, un patrimonio dedicato ad un'impresa. Opinare diversamente significherebbe, in realtà, rendere ancora più rigido il sistema, facendo sorgere una responsabilità (esclusivamente) personale – quella dell'amministratore – in conseguenza dell'assenza di vantaggi compensativi; laddove l'art. 2497 stabilisce, invece, che di fronte all'assenza di vantaggi compensativi il patrimonio dell'impresa o delle imprese dirigenti debba provvedere a tale compensazione. In questo contesto, la responsabilità personale di «chi abbia comunque preso parte al fatto lesivo» (quindi, senz'altro degli amministratori) può spiegarsi, oltreché come garanzia supplementare per i soci e i creditori dell'eterodiretta, come forma di incentivo affinché questi provvedano a dar corso al ristoro con il patrimonio della controllante (generalmente – ancorché non certo necessariamente – più consistente di quello personale degli amministratori).

Per tutte le ragioni sin qui esposte, due sembrano le alternative proponibili.

Una prima potrebbe essere considerare la disciplina sulla responsabilità di cui all'art. 2497 inapplicabile al gruppo endosocietario, solo apparentemente simile a quello esosocietario. Se da un lato è intuitivo che un gruppo endosocietario deve poter offrire quella maggior “libertà di manovra” propria delle imprese conglomerati, dall'altro occorre però che il legislatore stabilisca a carico di chi intende porre il risarcimento del danno conseguente alla mancanza di vantaggi compensativi, posto che, come si è tentato di dimostrare, sussistono delle differenze rispetto al gruppo esosocietario le quali ostano ad una piana estensione al primo della relativa disciplina. Il legislatore, insomma, dovrebbe porre delle norme specifiche per chiarire se il risarcimento per abuso di direzione e coordinamento vada a carico esclusivamente degli amministratori – previsione ben diversa da quella attualmente stabilita dall'art. 2497 –, ovvero vada a carico di uno o più determinati altri comparti della società, eventualmente in solido con gli amministratori.

La seconda soluzione prospettabile, intesa a rendere già operante la disciplina dettata per l'attività di direzione e coordinamento entro una società multicomparto, è sovrapporre il gruppo esosocietario e quello endosocietario *per la loro struttura patrimoniale*. Ciò significherebbe prima di tutto evidenziare quell'affinità di fattispecie necessaria a rendere immediatamente applicabile alle società multicomparto la disciplina di cui all'art. 2497, in secondo luogo adeguare il regime di responsabilità a seconda del particolare assetto conferito alla struttura patrimoniale. Quindi, in caso di gruppo endosocietario a struttura patrimoniale piramidale, potrebbe ravvisarsi nel comparto centrale, presente anche nei gruppi esosocietari verticali, il patrimonio sul quale andrebbe a gravare la responsabilità risarcitoria verso i singoli comparti periferici; in caso invece di gruppo endosocietario a struttura patrimoniale orizzontale, la responsabilità potrebbe ritenersi gravante, come per i gruppi paritetici esosocietari, sui comparti avvantaggiati dal pregiudizio imposto ad un altro. In entrambi i casi, con responsabilità *solidale* (e non più *esclusiva*) degli amministratori¹³⁷.

SEZIONE 3 – LE OPERAZIONI STRAORDINARIE DEL GRUPPO ENDOSOCIETARIO.

3.1. Le fattispecie di fusione di due comparti, ovvero di un comparto con una società terza, e di scissione di un comparto in due comparti, ovvero in un comparto ed una società terza, e di cessione di un comparto ad altra società.

La qualificazione in termini di patrimonio autonomo di ciascun comparto di un gruppo endosocietario consente di ipotizzarne vicende circolatorie autonome,

¹³⁷ Cfr. in argomento R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 264 s., testo e nt. 109: secondo l'Autore, in caso di abusiva attività di direzione e coordinamento di una società con patrimoni destinati i creditori pregiudicati potrebbero aggredire non solo direttamente gli amministratori, ma anche il patrimonio sociale (ai sensi del 1° e del 3° comma dell'art. 2497). In quest'ultima evenienza, la società escussa, al fine di evitare un ulteriore e sostanziale pregiudizio ai creditori sociali, dovrebbe esercitare azione di regresso nei confronti degli amministratori e/o degli eventuali soci di controllo responsabili, nonché di ingiustificato arricchimento nei riguardi degli investitori nei compendi separati risultati favoriti dalla politica gestoria. Più precisamente, qualora la causa esclusiva del danno sia un comportamento negligente degli amministratori, il peso esclusivo dell'obbligazione risarcitoria andrebbe allocato soltanto sull'organo amministrativo ed eventualmente su quello di controllo; la società dovrebbe esercitare, pertanto, l'azione di regresso nei confronti degli amministratori (o dei sindaci) responsabili per l'intera somma pagata agli investitori o ai creditori danneggiati. Qualora gli amministratori abbiano invece agito per realizzare un interesse della società (divergente rispetto a quello di una specifica divisione aziendale) ovvero una finalità extrasociale (ad esempio, un certo interesse del socio di controllo), il costo del danno eventualmente risarcito agli investitori nello specifico comparto dovrebbe essere sopportato in via definitiva dal patrimonio sociale o dal socio di maggioranza.

applicando ad esso la medesima disciplina applicabile al patrimonio di una società monocompartimentale.

Il primo genere di vicende circolatorie da prendere in considerazione sono le operazioni straordinarie: fusione e scissione. Se è vero che la normativa codicistica disciplina la fusione *tra società* e la scissione *tra società*, è pur vero che una più attenta riflessione può portare al convincimento per cui i suddetti istituti non concernono tanto e necessariamente i profili *soggettivi* delle società, quanto piuttosto quelli prettamente *patrimoniali*. Ed è per questa ragione che, come si tenterà ora di dimostrare, paiono poter trovare applicazione anche limitatamente a singoli *comparti autonomi* di una medesima società.

Di qui la necessità di verificare la percorribilità di operazioni di fusione tra comparti e di scissione di un comparto¹³⁸.

Un modello cui guardare in proposito può essere, ancora una volta, la realtà degli Oicr.

Il legislatore ha espressamente previsto, all'art. 40-*bis* T.u.f., una disciplina sulla fusione tra fondi comuni d'investimento: il patrimonio separato costituente un certo fondo d'investimento può esser fatto confluire in un nuovo fondo, gestito dalla stessa Sgr o da un'altra¹³⁹, o in alternativa due fondi potrebbero venire fusi tra loro in modo da dar luogo ad un nuovo fondo.

Analogamente, è stata disciplinata la scissione di un fondo in due o più fondi.

La normativa di dettaglio relativa a queste operazioni è contenuta nel Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio, alla Sezione II del Capitolo V del Titolo V.

Con l'aggiunta della necessaria autorizzazione della Banca d'Italia, la materia viene trattata a tutti gli effetti come se la fusione o la scissione riguardasse una società: si prevede (par. 2) che le Sgr del fondo oggetto di fusione o scissione debbano approvare un progetto di fusione o scissione che, tra le altre informazioni, deve anche specificare il rapporto di cambio delle quote dei fondi fondendi o scindendi e, nel caso

¹³⁸ S'intende precisare con maggior dettaglio gli scenari idealmente percorribili. Partendo dalla fusione, può ipotizzarsi che un comparto autonomo di una società si fonda con un altro comparto della medesima società, con un altro comparto di una differente società, ovvero con un'altra società monocompartimentale. Quanto alla scissione, può immaginarsi che un comparto autonomo proceda ad una scissione totale o parziale, ad una scissione in senso proprio ovvero per incorporazione, e che beneficiari siano uno o più altri comparti della medesima società, ovvero comparti di una società terza o ancora un'intera società monocompartimentale terza.

¹³⁹ M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., p. 20.

l'operazione dia luogo alla creazione di un nuovo fondo, il regolamento del fondo neo-costituito.

Né la normativa primaria né quella secondaria disciplinano però come si svolga, a livello societario, il relativo processo decisionale.

Il primo dato da cui occorre partire è il fatto che la partecipazione dei quotisti al processo decisionale di fusione o scissione di fondi non è prevista dal legislatore: si è sopra visto, infatti, come l'art. 36 T.u.f. preveda che i partecipanti ai fondi non riservati abbiano diritto di esprimersi solo sulla sostituzione del gestore, il che evidentemente non comprende l'ipotesi della fusione o scissione di fondi; per quanto riguarda invece i fondi riservati, la materia è rimessa all'autonomia privata, la quale certo potrebbe rimettere all'assemblea dei partecipanti il diritto di approvare l'operazione di fusione o scissione, come pure ben potrebbe non farlo.

Si è a tal proposito osservato¹⁴⁰ come la qualificazione dei fondi d'investimento come dei patrimoni separati della Sgr faccia sì che la ricostruzione dell'operazione cambi a seconda che i fondi oggetto dell'operazione appartengano alla medesima Sgr ovvero a Sgr diverse.

Nel primo caso, la fusione costituirebbe un atto organizzativo interno della Sgr che ha istituito i fondi coinvolti nell'operazione, attraverso il quale vengono consolidati (attraverso la costituzione di un nuovo fondo ovvero l'incorporazione di uno nell'altro) più fondi – da intendere appunto come patrimoni separati – della Sgr e vengono emesse, a favore dei partecipanti al fondo incorporato (o dei partecipanti ai fondi oggetto di fusione propria), quote del fondo ricevente. La circostanza che un tale atto organizzativo non comporti alcun effetto traslativo non impedirebbe di ricondurre l'operazione alla nozione di fusione, ma l'atto che la realizza non potrebbe che essere una delibera dell'organo amministrativo della Sgr (eventualmente preceduta, nei fondi riservati, da una previa delibera dell'assemblea dei partecipanti ai fondi coinvolti), da assumere nel rispetto delle norme procedurali dettate dalla Banca d'Italia.

Nel secondo caso, invece, la fusione tra fondi sarebbe un'operazione in cui le attività e le passività del fondo oggetto di fusione vengono trasferite dalla Sgr che ne è titolare a quella cui appartiene il fondo ricevente. In questo caso, l'atto che dà origine alla fusione sarebbe un contratto ad effetti reali – in tutto assimilabile all'atto di fusione posto in essere da due o più società – concluso tra le due Sgr, in cui il trasferimento del

¹⁴⁰ E. SCHIAVELLO, *La natura giuridica dei fondi comuni*, cit., p. 127 s.

patrimonio del fondo (o dei fondi) oggetto di fusione si collega all'assegnazione agli investitori di tale fondo (o di tali fondi) di quote del fondo ricevente.

Quel che occorre notare è che in entrambi i due casi appena esaminati l'adesione alla tesi qui accolta in merito alla natura giuridica dei fondi comuni di investimento induce a ritenere che l'estinzione del fondo (o dei fondi) coinvolti nella fusione comporti non già l'estinzione di uno o più soggetti giuridici, bensì la semplice modificazione dei rapporti contrattuali di cui sono parte gli investitori del fondo (o dei fondi) oggetto di fusione e la cessazione del rapporto contrattuale con il depositario di detto fondo (o fondi)¹⁴¹.

Un ulteriore problema che si pone a proposito delle operazioni di fusione e scissione tra fondi è quello relativo alla partecipazione, nel relativo processo decisionale, dei creditori dei fondi coinvolti. È stato infatti evidenziato in dottrina¹⁴² come, a differenza di quanto previsto per Sicav e Sicaf (la cui disciplina rinvia sul punto alle norme di diritto societario comune), ai fini della fusione e della scissione di fondi non occorra il consenso (nemmeno tacito e presunto) dei creditori. Ci si è allora domandati se, configurando i fondi come – appunto – patrimoni separati della Sgr, un'operazione di fusione o scissione, idonea a trasferire ad altra Sgr tutte le attività e le passività di un fondo insieme ai correlativi rapporti contrattuali, presupponga o meno il consenso dei creditori (che si vedono assegnare un diverso debitore) e dei contraenti ceduti. All'interrogativo è stata offerta risposta negativa, evidenziando come il silenzio del legislatore sul punto debba intendersi come un favore dello stesso per tale genere di vicende circolatorie¹⁴³.

¹⁴¹ Tutte le riflessioni sin qui esposte sono di E. SCHIAVELLO, *La natura giuridica dei fondi comuni*, cit., p. 128, il quale peraltro, nelle successive pagine del proprio lavoro, prende le distanze da questa ricostruzione, suggerendo – se si è ben inteso – di considerare i fondi comuni quali autonomi soggetti di diritto ai fini (anche) della ricostruzione dell'operazione di fusione tra loro; in questo modo – sostiene l'A. – il patrimonio del fondo (o di ciascun fondo) oggetto di fusione, appartenendo a un soggetto distinto dalla Sgr che lo ha istituito, confluirebbe sempre in quello di altro soggetto (il fondo ricevente), irrilevante risultando la distinzione tra le ipotesi di istituzione da parte di una sola ovvero più Sgr del fondo (o dei fondi) oggetto di fusione e del fondo ricevente; l'atto di fusione avrebbe struttura complessa, solo parzialmente assimilabile a quella di una fusione societaria, dovendo l'operazione essere idonea a produrre una molteplicità di effetti che interessano soggetti diversi, ossia i fondi coinvolti nell'operazione, per ciò che attiene al trasferimento patrimoniale con estinzione del fondo (o dei fondi) oggetto di fusione e all'emissione delle quote del fondo ricevente, la Sgr coinvolta (o le Sgr coinvolte), per ciò che attiene invece agli effetti relativi ai rapporti contrattuali con gli investitori, e il depositario. La ricostruzione dallo stesso A. da primo proposta e riportata in testo pare tuttavia più convincente e ciò per le ragioni già sopra spiegate in merito alla non necessità (oltretutto mancanza dei presupposti) per riconoscere nel fondo d'investimento un autonomo soggetto di diritto.

¹⁴² E. SCHIAVELLO, *La natura giuridica dei fondi comuni*, cit., p. 129 s.

¹⁴³ E. SCHIAVELLO, *La natura giuridica dei fondi comuni*, cit., p. 130.

Venendo ora alle Sicaf ed alle Sicav, il terzo comma dell'art. 40-*bis* T.u.f. ne contempla espressamente la fusione e scissione. Nulla è però previsto, nemmeno nel Regolamento Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015, a proposito della fusione o della scissione di singoli comparti di Sicav o Sicaf multicomparto.

Si è tuttavia rilevato in dottrina come, nondimeno, anche la fusione o la scissione di singoli comparti di Sicav o Sicaf multicomparto sia ipotizzabile¹⁴⁴.

La soluzione potrebbe forse dipendere dall'interpretazione dello stesso art. 40-*bis* T.u.f. Questa norma, infatti, pone la disciplina della fusione e della scissione riferendola (almeno nella sua rubrica) agli «organismi di investimento del risparmio». Se dunque si potesse ritenere che ciascun comparto di una Sicav o Sicaf multicomparto integri un Oicr, potrebbe superarsi l'apparente lacuna normativa.

Pur non essendoci una chiara disposizione normativa in tal senso, viene da domandarsi se non possano tuttavia valorizzarsi in tal senso tre argomenti.

Il primo, di ordine meramente letterale, è che la definizione di Oicr data dall'art. 1, comma 1, lett. k), T.u.f. sembra di per sé idonea a ricomprendere anche il singolo comparto di una Sicav o Sicaf multicomparto.

Il secondo, di ordine sistematico, è dato dalla circostanza per cui se è vero che ciascun fondo d'investimento, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. l), T.u.f., costituisce un Oicr, per affinità di fattispecie lo stesso dovrebbe dirsi dei vari comparti di una Sicav o Sicaf multicomparto. Difatti, l'inquadramento della Sgr in termini di società multicompartimentale e la conseguente qualificazione dei fondi d'investimento come patrimoni separati della prima dovrebbe condurre a ravvisare analoga fattispecie – seppur con le dovute differenze di cui si è trattato nel primo capitolo – nei singoli comparti di Sicav o Sicaf multicomparto.

Il terzo ed ultimo, forse più importante, argomento è offerto dall'ultimo comma dell'art. 35-*bis* T.u.f. Secondo detta norma, «[n]el caso di Sicav e Sicaf multicomparto, ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti. *Il patrimonio di una medesima Sicav può essere suddiviso in comparti costituiti esclusivamente da FIA o da OICVM*». La riportata disposizione si rivela particolarmente significativa perché chiarisce che ciascun comparto di una Sicav multicomparto può essere soltanto (e quindi è) un Fia o un Oicvm, i quali non sono altro

¹⁴⁴ L. PICARDI, *Commento all'art. 43*, cit., p. 391. In senso contrario si pronunciano però M. GHISALBERTI – B. NAVARRA, *Commento all'art. 43*, cit., p. 657.

che due sottofattispecie di Oicr. Pertanto, per proprietà transitiva, ciascun comparto di una Sicav multicomparto è, più genericamente, un Oicr. Ebbene, se un tanto può dirsi in riferimento ad una Sicav, pare giocoforza sostenibile lo stesso a proposito delle Sicaf multicomparto; le quali, essendo una categoria di Oicr chiusi, avranno comparti qualificabili, a loro volta, come Oicr chiusi e relative sottofattispecie¹⁴⁵.

Le considerazioni da ultimo svolte dovrebbero confortare la tesi per cui anche i singoli comparti di Sicav e Sicaf multicomparto sono degli Oicr e quindi, in quanto tali, possono essere oggetto di operazioni di fusione o di scissione. Nel qual caso, non essendo stata prevista dal legislatore una specifica disciplina, si è proposto di applicare analogicamente la disciplina dettata in materia di fusione tra fondi d'investimento¹⁴⁶. Inoltre, il valore dell'azione rappresentativa del singolo comparto è stato indicato come il sintetico termine di riferimento per l'individuazione delle posizioni degli azionisti/risparmiatori ovvero di un ipotetico rapporto di concambio per i casi di fusione/scissione¹⁴⁷.

Se quanto sin qui osservato è condivisibile, dovrebbe allora concludersi che, laddove una realtà compartimentale sia creata secondo il diritto societario comune, sia teoricamente possibile effettuare operazioni di fusione e di scissione aventi ad oggetto non la società nella sua interezza, bensì i suoi patrimoni autonomi singolarmente considerati.

Anche una tale prospettiva, tuttavia, pone problemi di disciplina a causa delle lacune normative in argomento, non avendo il legislatore evidentemente supposto simili fattispecie. Dovendosi perciò registrare anche in questo caso un'astratta fattibilità che al momento incontra però una concreta irrealizzabilità sulla base dell'odierno diritto positivo, può solo suggerirsi – nell'auspicata prospettiva che il gruppo endosocietario possa diventare una realtà normativa – che le questioni di governo societario riguardanti le competenze dell'assemblea in materia di dette operazioni straordinarie vengano regolate secondo i vari processi decisionali tratteggiati nel terzo capitolo.

¹⁴⁵ In questo senso P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., p. 1190, il quale così considera: «[a] valutazioni in parte differenti si presta la posizione dell'azionista di Sicaf multicomparto: nel momento in cui il singolo (e ogni) comparto costituisce un Oicr chiuso, la situazione si avvicina alla fattispecie della gestione di foni chiusi da parte di una Sgr (...)» (enfasi aggiunta).

¹⁴⁶ L. PICARDI, *Commento all'art. 43*, cit., p. 391, la quale tuttavia osserva come l'assimilabilità tra le due ipotesi non sia, sul piano concettuale perfetta, poiché la struttura societaria della Sicav (ora, anche della Sicaf), in cui gli azionisti sono al tempo stesso partecipanti ai singoli comparti e nella quale il capitale sociale è dato dalla sommatoria dei patrimoni netti dei comparti, solleverebbe questioni non del tutto coincidenti con quelle poste dall'indagine sulla natura giuridica del fondo comune. In argomento si veda anche A. P. SODA, *Commento all'art. 36*, cit., p. 297 s.

¹⁴⁷ M. LA VECCHIA (– S. PALLINI – B. SZEGÖ), *Commento all'art. 43*, cit., p. 339.

L'ultima ipotesi di operazione straordinaria riguardante il singolo comparto è rappresentata dalla cessione del comparto autonomo.

Si tratta di una fattispecie del tutto particolare, che non coincide affatto con la cessione d'azienda: in quest'ultimo caso, infatti, la società aliena in blocco il compendio produttivo di cui è *composto* il proprio patrimonio; la cessione del comparto, invece, priva la società non già dei beni che compongono il suo patrimonio, bensì di un suo patrimonio autonomo, con conseguente modifica della sua struttura patrimoniale¹⁴⁸. La fattispecie di cessione di un comparto potrebbe forse assimilarsi più ad una scissione parziale con beneficiaria una società già esistente e mantenimento in capo ad essa della separazione patrimoniale.

La cessione del comparto è fattispecie sicuramente prevista nella disciplina degli Oicr: così deve infatti ricostruirsi l'operazione generalmente descritta come sostituzione della Sgr gestore del fondo¹⁴⁹.

Ma si tratta di una fattispecie prevista e disciplinata anche dal diritto societario comune (o, meglio, dal diritto fallimentare): l'art. 155, comma 2, l. fall., infatti, dispone che «[i]l curatore provvede a norma dell'art. 107 alla cessione a terzi del patrimonio, al fine di conservarne la funzione produttiva»¹⁵⁰.

Rispetto a quest'ultimo tipo di operazione, occorre sinteticamente concludere che anche per esso si pongono le più volte menzionate questioni di governo che impongono di stabilire come vengano assunte simili decisioni. Non aiuta infatti la disciplina di diritto fallimentare ove l'ipotesi è normativamente prevista, posto che il particolare contesto ha ovviamente determinato il legislatore a rimettere la cessione del comparto alla competenza del curatore. Né aiuta la disciplina delle Sicav e delle Sicaf multicomparto, non essendo previsto alcunché a proposito della cessione di un comparto. In riferimento alla cessione dei fondi d'investimento, il legislatore ha previsto solo che «[i]l regolamento dei fondi chiusi diversi dai Fia riservati prevede che i

¹⁴⁸ Si faccia un esempio per rappresentare meglio la differenza. Se una società ha due comparti ed aliena quel ramo d'azienda compreso in uno dei due, la società non avrà più i beni ed i rapporti giuridici compresi in quel comparto, eppur continuerà ad avere una struttura patrimoniale composta da due comparti (di cui uno ora composto o del denaro che ha costituito il corrispettivo per la cessione d'azienda, ovvero da nulla in caso la cessione sia avvenuta a titolo gratuito). Se la stessa società, invece, cede un comparto, allora non solo si sarà privata dei beni e rapporti ivi contenuti, ma da quel momento la sua struttura patrimoniale sarà composta da un unico comparto anziché da due.

¹⁴⁹ Trattasi, invero, della stessa operazione vista da due prospettive diverse: dalla prospettiva del fondo, infatti, muta la Sgr che lo gestisce; dalla prospettiva della Sgr, invece, viene trasferito un fondo in sua gestione ad un'altra Sgr.

¹⁵⁰ Su questa disposizione si veda A. MORELLO, *La cessione dei patrimoni destinati*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 377 ss.

partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore». Da ciò può almeno desumersi che occorra un coinvolgimento degli investitori del comparto cedendo, ma anche questa questione, a ben vedere, deve essere affrontata esplicitamente dal legislatore: o ponendo una disciplina applicabile in via imperativa o residuale, oppure rimettendo all'autonomia statutaria la regolazione del punto.

3.2. Le operazioni di fusione e scissione di una società multicomparto e di cessione di azienda o di ramo d'azienda di correlazione.

Si tratta ora di indagare le ipotesi in cui ad intraprendere un'operazione straordinaria sia la società multicompartimentale nel suo complesso.

Una prima ipotesi è che la società multicomparto proceda ad una scissione.

Trattando della società emittente azioni correlate, si è detto che in caso di scissione parziale, ad essa parteciperanno solo gli azionisti della divisione scissa e gli eventuali azionisti ordinari; mentre in caso di scissione totale deve ritenersi che gli azionisti correlati ai diversi settori vengano divisi, senza quindi che agli uni vengano assegnate azioni della società beneficiaria del ramo aziendale cui sono correlati gli altri, mentre agli eventuali azionisti ordinari dovrebbero essere assegnate azioni di entrambe le nuove società, in numero tale che rappresentino il peso relativo delle azioni ordinarie rispetto alle azioni della divisione oggetto di scissione¹⁵¹.

Si è poi osservato che, dopo una scissione che divida i rami di attività della società, le azioni ordinarie e le azioni correlate insisteranno sulla medesima attività, ragion per cui innanzi tutto la differenza tra le due classi verrebbe meno, rendendo

¹⁵¹ P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: le alphabet stock, cit., p. 827 s. Cfr. anche P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 257 s., secondo cui, in simili evenienze, le azioni correlate al settore oggetto di scissione potrebbero essere oggetto di riscatto e in parte o in tutto scambiate con le azioni della società beneficiaria attribuite ai portatori di azioni correlate in eccedenza a quelle spettanti in base al criterio di proporzionalità. Cfr. anche M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 203 s., secondo cui «nelle società la cui struttura finanziaria è caratterizzata dalla presenza di azioni correlate, la scissione non potrà che essere “non proporzionale” (...). Conseguentemente, per effetto di una scissione parziale non proporzionale della società con assegnazione alla società beneficiaria del patrimonio del settore, i titolari delle azioni correlate diventeranno *necessariamente* azionisti della beneficiaria, senza necessità di prevedere statutariamente meccanismi di conversione, i quali, al contrario, saranno dettagliatamente (e *necessariamente*) disciplinati nel progetto di scissione» (enfasi originali). In senso contrario U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 80, il quale ricorda come, a norma dell'art. 2506-bis, comma 4, c.c., in caso di scissione non proporzionale (quale appunto sarebbe quella qui ipotizzata) i soci dissenzienti vantano «il diritto di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso indicando coloro a cui carico è posto l'obbligo».

inutile la presenza di due classi¹⁵²; e, in secondo luogo, le azioni correlate cesseranno di esistere divenendo ordinarie¹⁵³.

Il condivisibile discorso può essere esteso al caso in cui alla scissione proceda una società con compartimentazione patrimoniale anche esterna. In tal caso, la scissione può impiegarsi per separare definitivamente i vari comparti della società; a tal fine, basterà operare una scissione non proporzionale asimmetrica, rendendo gli azionisti e gli investitori di uno specifico comparto azionisti ed investitori di una società monocomparto beneficiaria.

Altra fattispecie di operazione straordinaria è rappresentata dalla fusione.

A proposito di fusione di società emittenti azioni correlate, si è osservato come il rapporto di concambio non debba necessariamente essere differente tra le varie classi e che sarebbe facoltà delle parti creare, in sede di fusione, nuove classi di azioni, ovvero emettere nuove azioni di una singola classe, stabilendo le modalità di attribuzione del dividendo alle nuove classi¹⁵⁴.

La fattispecie della fusione pone, in realtà, due distinti ordini di problemi.

Qualora infatti sia una società multicomparto a procedere a fusione, potrebbe rendersi necessario mantenere la separazione patrimoniale di cui beneficiano tutti o alcuni dei comparti della stessa società; nel senso che se la società fondenda fosse per esempio divisa in tre comparti, gli azionisti e gli investitori compartimentali potrebbero avere interesse a rimanere tali anche dopo la fusione e quindi a restare insensibili (non più solo ai risultati degli altri comparti della medesima società, ma anche) ai risultati dell'altra o delle altre società partecipanti alla fusione. Per ottenere un simile risultato, occorre che il comparto su cui insistono i diritti patrimoniali degli azionisti e degli investitori settoriali venga mantenuto separato anche dagli altri comparti della società incorporante o risultante dalla fusione; di conseguenza che il concambio dovrebbe avvenire tra azioni od altri strumenti finanziari correlati della società fondenda ed azioni od altri strumenti finanziari (non già *generalmente* della società risultante dalla fusione, bensì) rappresentativi della partecipazione ad un comparto soltanto della società risultante dalla fusione.

¹⁵² P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: *le alphabet stock*, cit., p. 828.

¹⁵³ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 229, nt. 24 (in part. a p. 231).

¹⁵⁴ Così P. DE BIASI, «*Burro e cannoni*»: *le alphabet stock*, cit., p. 827, il quale aggiunge che ove i rapporti tra le varie categorie dovessero essere diversi a seguito della fusione, sarebbe necessario ottenere il voto favorevole delle assemblee speciali a norma dell'art. 2376 c.c.

Ipotesi diversa è quella invece in cui più società monocompartmentali intendano procedere alla fusione, dando vita ad una società multicompartimentale, dove ciascun comparto corrisponde all'originario patrimonio di ciascuna di esse. In questo caso, all'esito della fusione le azioni e gli eventuali altri strumenti finanziari rappresentativi di un investimento pansocietario dovranno essere convertiti in azioni od altri strumenti finanziari correlati ad un singolo comparto della società incorporante o risultante dalla fusione (sempre salva ovviamente una diversa volontà).

Si veda ora il caso di cessione del ramo d'azienda cui sono correlate le azioni.

Secondo un primo orientamento dottrinale, la decisione su questa operazione spetterebbe all'organo amministrativo¹⁵⁵.

Ma in dottrina si è osservato come quella di cedere il comparto di correlazione integri, a ben vedere, una di quelle operazioni gestorie che, modificando la struttura dell'impresa, sono tali da incidere significativamente sui diritti partecipativi e sulle condizioni di rischio dell'investimento: infatti, i diritti patrimoniali dei soci correlati ne vengono di fatto azzerati (in caso di correlazione pura) o ridotti (in caso di correlazione spuria). Per questa ragione, la decisione della dismissione del comparto o di una sua parte significativa dovrebbe rientrare tra le competenze implicite dell'assemblea¹⁵⁶. Tra quanti aderiscono a questa tesi, occorre distinguere tra quanti sostengono che la competenza spetti all'assemblea ordinaria e speciale degli azionisti correlati¹⁵⁷ e quanti invece attribuiscono la suddetta competenza all'assemblea generale (non a quella speciale di cui all'art. 2376 c.c., che nel nostro sistema non potrebbe assumere funzioni decisorie vincolanti diverse da quelle della formale modifica dei diritti) e in sede straordinaria, alla quale delibera dovrebbe poi sommarsi quella dell'assemblea speciale di categoria a norma dell'art. 2376¹⁵⁸. In caso di inosservanza di queste regole, le

¹⁵⁵ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 76.

¹⁵⁶ P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 246 s.; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 183 ss.; F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 147, il quale (a p. 148) sostiene poi che tale regola sulla competenza assembleare implicita andrebbe applicata anche in caso di affitto del ramo d'azienda se la durata del godimento fosse particolarmente prolungata.

¹⁵⁷ P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 246.

¹⁵⁸ In questo senso sembra pronunciarsi F. MARTORANO, *Commento all'art. 2350*, cit., p. 145; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 183 ss. e p. 187, il quale argomenta la propria tesi evidenziando non solo la natura di "quasi-modificazioni statutarie" di tali operazioni e la loro incidenza sulla specificazione dell'oggetto sociale, ma anche perché la capacità di apportare modifiche stabili alla struttura organizzativa della società, quale necessariamente deve intendersi la dismissione del settore di correlazione, attiene tipicamente al contesto funzionale dell'assemblea straordinaria. Conf. F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 147; nonché, se li si è ben interpretati, M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 107; M. ARATO, *le azioni correlate*, cit., p. 198.

conseguenze vanno distinte tra il piano interno e quello esterno¹⁵⁹. Sul piano esterno, l'atto di cessione sarebbe inefficace ma l'inefficacia potrebbe farsi valere nei limiti stringenti di cui all'art. 2384, comma 2, c.c. Sul piano interno, invece, ferma la responsabilità degli amministratori per i danni così provocati ai soci, la delibera assunta dall'organo amministrativo dovrebbe ritenersi impugnabile a norma dell'art. 2388, comma 4, c.c., con la precisazione che la legittimazione spetterebbe non solo ai soci di minoranza di cui all'art. 2377, comma 3, nell'assemblea generale, ma anche alle stesse minoranze in seno alla sola assemblea speciale: argomentando diversamente, infatti, si perverrebbe al risultato per cui potrebbero rimanere privi di tutela reale proprio gli azionisti correlati di cui non è stato raccolto il consenso in seno all'assemblea speciale di categoria e che per ipotesi potrebbero non raggiungere la percentuale di cui all'art. 2377, comma 3, rispetto al complessivo capitale sociale¹⁶⁰.

La competenza dell'assemblea generale (e dell'assemblea speciale) sono riconosciute anche in caso di operazione di trasferimento infrasocietario di una porzione dell'attività produttiva di un settore ad un altro: in questo caso, si è osservato, la cessione tra comparti di un sub-ramo dell'attività correlata non integra alcun effetto traslativo, ma semplicemente una modifica statutaria nella parte delle regole di determinazione del settore, relative alla distribuzione dei costi e dei ricavi¹⁶¹. Nel caso non venga rispettata questa regola sulla distribuzione delle competenze, avendo un'efficacia solamente sul piano organizzativo-contabile, la dottrina ritiene che l'eventuale delibera da parte dell'incompetente organo amministrativo si rifletta in un vizio del bilancio divisionale per erronea imputazione dei costi e ricavi afferenti alla porzione di settore pretesamente trasferita¹⁶².

In un'ipotesi e nell'altra (cioè di cessione del ramo a terzi o infrasocietà), si è evidenziato in dottrina come un efficace rimedio a tutela degli azionisti ad esso correlati potrebbe essere rappresentato prima di tutto dall'esercizio del diritto di recesso: ciò sia nel caso in cui la cessione del ramo venga deliberata dall'assemblea, a norma dell'art. 2437, comma 1, lett. g), sia – si è sostenuto – nel caso in cui tale delibera assembleare non vi sia stata, sulla base di un'applicazione analogica dell'art. 2497-*quater* giacché i soci correlati, a fronte dell'eliminazione del comparto e dunque della sottrazione

¹⁵⁹ Così P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 188 ss.

¹⁶⁰ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 191 nt. 175. Conf. F. MANCUSO, *Le società emittenti*, cit., p. 186.

¹⁶¹ P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 187.

¹⁶² P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 188.

dell'attività di impresa correlata alla gestione della società, vedono radicalmente mutate le condizioni di rischio e di rendimento del proprio investimento¹⁶³.

In alternativa – o, come è stato evidenziato da certa dottrina, nel caso in cui il socio correlato non eserciti il diritto di recesso¹⁶⁴ – lo strumento di reazione alla cessione del ramo di correlazione è dato dalla conversione delle azioni correlate in altra categoria di azioni, secondo quanto previsto dallo statuto e in via residuale in azioni ordinarie, nel qual caso occorrerà determinarne il concambio in rapporto al valore del comparto dismesso¹⁶⁵.

Un altro istituto al quale potrebbe farsi ricorso in caso di cessione del ramo d'azienda di correlazione viene indicato nel riscatto delle azioni correlate funzionale all'annullamento delle medesime (in alternativa alla conversione in altra categoria)¹⁶⁶. Si è osservato in dottrina come il riscatto potrebbe in particolare essere utilizzato nel caso di conferimento del comparto aziendale in una società terza: le azioni assegnate alla società conferente potrebbero allora essere attribuite a fronte del riscatto delle azioni correlate esercitato dalla società stessa, la quale proceda successivamente ad annullare le azioni medesime¹⁶⁷.

SEZIONE 4 – CONCLUSIONI IN MERITO ALLA DIFFERENZA DI DISCIPLINA TRA UN GRUPPO ESOSOCIETARIO ED UN GRUPPO ENDOSOCIETARIO.

¹⁶³ Così P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 192 ss. Prima di lui aveva prospettato la sussistenza del diritto di recesso P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 248. Conf. M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 107 e p. 115.

¹⁶⁴ P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 249, testo e nt. 160, secondo il quale la conversione si configurerebbe come un elemento della disciplina posta a tutela degli azionisti, inderogabile solo qualora lo statuto non preveda ipotesi alternative in ordine alla sorte delle azioni correlate (direttamente o indirettamente) in caso di atti dispositivi o sensibilmente modificativi dell'attività settoriale relativa, nella quale ultima evenienza lo statuto dovrebbe indicare le condizioni e le modalità di esercizio del diritto (o dell'obbligo) di conversione o dei rimedi alternativi alla conversione offerti al titolare di azioni correlate: la convertibilità potrebbe allora qualificarsi come rimedio di *default* applicabile in tutti i casi in cui la conformazione statutaria dei diritti patrimoniali o amministrativi possa subire modificazioni sostanziali a ragione di operazioni gestorie. Nello stesso senso anche M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 108 s., e M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 201 s.

¹⁶⁵ A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 222; U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 76 ss., il quale approfondisce anche le complicazioni di una simile previsione in tema di governo societario; P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 242 s. e in particolare p. 253 ss., dove l'A. illustra dettagliatamente diverse ipotesi di trattamento della conversione; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 199 ss.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 201.

¹⁶⁶ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 77; P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 255 s.; M. ARATO, *Le azioni correlate*, cit., p. 180 e p. 202.

¹⁶⁷ P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 257; M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate*, cit., p. 77, testo e nt. 84.

4.1. Affinità e differenze tra la fattispecie del gruppo endosocietario e quella del gruppo esosocietario: la rilevanza del concetto di “persona giuridica”.

Secondo la dottrina prevalente, la creazione di un patrimonio destinato e la costituzione di una società controllata sono sostanzialmente equivalenti¹⁶⁸.

La conclusione del presente lavoro non può perciò che vertere sulla seguente domanda: quale differenza intercorra tra la costituzione di un gruppo endosocietario e la costituzione di un gruppo esosocietario e quale differenza comporti l’attribuzione di una distinta personalità giuridica ad un comparto patrimoniale ed alla relativa struttura amministrativa che ne ha il governo. Nel corso di questa tesi, infatti, sono state avanzate letture e soprattutto proposte di modifiche legislative orientate a consentire una tale compartimentazione interna alla società, a livello non solo patrimoniale ma anche amministrativo, così da rendere all’atto pratico financo del tutto autonomo, sotto il profilo patrimoniale ed amministrativo, il singolo comparto.

Effettivamente, se le proposte qui formulate fossero recepite dal legislatore, potrebbero crearsi società multicomparto che, nella sostanza, si atteggiano in modo del tutto analogo a società distinte. Si pensi al caso estremo (ad oggi comunque irrealizzabile) di una società con due comparti tra loro in regime di separazione patrimoniale perfetta, cui corrispondono due capitali autonomi, con due ceti azionari nettamente distinti e con assemblee separate, cui sono preposti due differenti amministratori ciascuno con competenze circoscritte ad un singolo comparto. In simile fattispecie, diverrebbe invero ben difficile individuare una differenza sostanziale rispetto al caso in cui, in luogo di una simile società multicomparto, vi fossero due entità societarie distinte.

Individuare una differenza risulta poi ancora più difficile ove si consideri che, nella fattispecie sopra tratteggiata, sarebbero invero ravvisabili tutti e tre gli elementi – ossia autonomia patrimoniale, autonoma organizzazione amministrativa e nome proprio

¹⁶⁸ Autorevole dottrina (G. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, cit., p. 643 s.) ha osservato che in realtà vi sarebbe un’importante differenza tra le due fattispecie, rappresentata dal fatto che nel primo caso la società priva i creditori preesistenti di una parte del patrimonio, che viene separato e così sottratto alla loro garanzia patrimoniale, mentre nel caso di costituzione di una società non vi sarebbe alcun fenomeno traslativo ma soltanto un mutamento della composizione del patrimonio della controllante, che passerebbe dall’essere composto da beni all’essere composto da una partecipazione sociale, la quale però costituirebbe comunque un bene su cui possono soddisfarsi i creditori.

– indicati dalla dottrina¹⁶⁹ come necessari al riconoscimento di un'autonoma soggettività¹⁷⁰.

Ecco che allora può essere utile soffermarsi a considerare se e quali effetti la presenza o l'assenza del dato formale di una distinta soggettività giuridica.

La questione risulta ancor più interessante se solo si pone mente alle parole di chi ha osservato¹⁷¹ come quella del “patrimonio autonomo” e quella del “patrimonio separato” rappresentino, a ben vedere, due tecniche tra loro alternative. La prima si caratterizza per il fatto di servirsi di un espediente per poter conciliare una sostanziale limitazione della responsabilità con il formale rispetto dell'art. 2740 c.c.: tale espediente consiste nel fingere di rinvenire un presupposto non naturalistico, ossia la persona giuridica o un suo succedaneo. Al contrario, la tecnica del “patrimonio separato” non si serve di un simile espediente ma raggiunge il medesimo scopo incentrandosi sui presupposti di opponibilità ai creditori di un atto di destinazione patrimoniale. Nella tecnica del patrimonio autonomo, peraltro, il “soggetto” creato a tal fine somiglia molto ad un interesse preconstituito, ad uno scopo, molto poco invece ad un “soggetto” naturalistico: si dà un nome ad uno scopo, dunque ad un insieme di regole sulla disposizione di beni e conseguentemente sui rapporti con i creditori, anziché ad un soggetto, tale nome avendo la funzione di richiamare in capo allo scopo regole giuridiche ordinariamente applicabili ad un soggetto in carne e ossa. Di qui la fungibilità delle due soluzioni.

Tutto quanto sin qui considerato mostra come, a ben vedere, la risposta al problema della rilevanza della personalità giuridica dipenda dal significato normativo riconosciuto a tale concetto. S'impone, quindi, ai fini della comprensione del ragionamento, una breve digressione sul punto, per trarre infine le dovute conclusioni.

¹⁶⁹ R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 81, testo e nt. 49, per il quale in particolare l'attribuzione di un nome proprio sarebbe l'elemento più significativo, se non proprio quello determinante, nel senso della soggettività delle società di persone e, in generale, a segnare il confine tra patrimoni personificati o meno.

¹⁷⁰ E si veda ancora R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, cit., p. 81 nt. 49, il quale ammette che «sia il nome, sia un sostrato organizzativo autonomo (benché minimo: institore, amministratore delegato preposti allo “specifico affare”) ben potrebbero esser previsti nella deliberazione ex art. 2447-ter» ma conclude che «altrettanto incontestabile sembra, però, che l'inquadramento dogmatico dell'istituto non possa essere rimesso all'autonomia contrattuale».

¹⁷¹ L. SALAMONE, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, cit., p. 97 ss.

4.2. Le teorie sulla personalità giuridica e le conseguenti conclusioni.

Secondo un primo orientamento dottrinale, che ha avuto seguito in giurisprudenza, il passaggio da un comparto patrimoniale autonomo ad un distinto soggetto giuridico dipenderebbe dalla presenza, in tale seconda fattispecie, di un'autonoma organizzazione, da intendersi come insieme di organi (provvisi ciascuno di una sfera di competenza) di cui l'ente si giova per svolgere la propria attività¹⁷², ovvero di un distinto processo decisionale obiettivato¹⁷³ che, unitamente a propri segni identificativi, integrerebbe un distinto centro di interessi.

La presenza di un'autonoma organizzazione, secondo questa prospettiva¹⁷⁴, avrebbe comunque una rilevanza secondaria, dovendosi ravvisare il presupposto primario della soggettività giuridica nella sussistenza, sul piano reale, di una distinta individualità. In altri termini, la personalità giuridica seguirebbe all'emersione, nella realtà sociale, di un'entità effettivamente diversa dall'uomo singolo o da una somma di individui considerati in modo atomistico, di un fenomeno distinto da qualunque altro fenomeno con il quale il primo possa venire confuso. Sicché, l'alterità degli enti oggetto di personificazione rispetto agli individui che li compongono e ad altre entità sarebbe, ancor prima che una conseguenza giuridica del conferimento della personalità, un suo generale presupposto di fatto¹⁷⁵.

¹⁷² M. BASILE – A. FALZEA, voce *Persona giuridica (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXXIII, Milano, 1983, p. 239 s.; in giurisprudenza vd. Cass., 15 luglio 2010, n. 16605, in *Giur. comm.*, 2011, II, p. 1128 ss., con nota di SCANO A. D., *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento* e di GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*. Nell'anzidetta pronuncia, la Suprema Corte individua il presupposto della soggettività nell'autonomia, intesa come «potere di un soggetto di autodeterminare – almeno parzialmente, ma in modo significativo – le proprie scelte e le linee guida del proprio agire»: prendendo perciò posizione contraria a quella assunta dal Consiglio di Stato, che con il parere n. 108/1999 aveva riconosciuto ai fondi comuni d'investimento una soggettività loro propria, distinta sia da quella dei partecipanti sia da quella della società di gestione che lo ha istituito, la Suprema Corte osserva quindi come «ciò che rende più di ogni altra cosa difficile configurare il fondo comune alla stregua di un autonomo soggetto di diritto è l'assenza di una struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna, quale ad esempio si riscontra nelle associazioni o nelle società di persone (...). Ragion per cui (...) difettando il fondo di strumenti che gli consentano di porsi direttamente in relazione con i terzi ed abbisognando a tal fine comunque dell'intervento della società di gestione, a sua configurazione quale soggetto autonomo finisce per rappresentare una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei partecipanti (e semmai foriera di distorsioni, nella misura in cui potrebbe indurre a dubitare della possibilità che i creditori per obbligazioni contratte nell'interesse del fondo siano ammessi a rivalersi nei confronti della società di gestione, qualora i beni del fondo non risultassero sufficienti a soddisfare le loro ragioni)».

¹⁷³ P. MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, Padova, 1999, p. 14 s.

¹⁷⁴ V. M. BASILE – A. FALZEA, voce *Persona giuridica*, cit., p. 240 s.

¹⁷⁵ Secondo M. BASILE – A. FALZEA, voce *Persona giuridica*, cit., p. 265 ss., la rilevazione di centri di interessi impersonali avrebbe condotto il legislatore a configurarli come punti di riferimento autonomi delle situazioni giuridiche che li riguardano: anziché configurare le situazioni giuridiche relative a simili

Il “distacco” che verrebbe a crearsi fra l’organizzazione ed i singoli membri sarebbe poi, in talune fattispecie, esasperato da soluzioni tecniche volte a realizzare una totale spersonalizzazione della fattispecie; spersonalizzazione che renderebbe possibile pensarne una continuità a prescindere dalle vicende personali dei soci e dal loro mutamento e, per questa via, una sua potenziale “eternità”¹⁷⁶. Ciò in quanto (come è stato scritto) «la via dell’alterità rende chi si comporta, in modo giuridicamente rilevante, una variabile ininfluyente nella prospettiva del patrimonio e delle sue dinamiche e, reciprocamente, il patrimonio insensibile alle vicende della traiettoria biologica di chi si comporta (morte, incapacità)», procurando di per sé la «continuità nella discontinuità biologica» e provocando la disapplicazione di tutte le regole che amministrano l’avvicendamento di individui nell’azione giuridica dovuto ad eventi biologici¹⁷⁷.

centri impersonali di interessi come situazioni giuridiche senza soggetto (non essendo stata accettata la teoria del patrimonio di scopo), l’ordinamento avrebbe perciò scelto di attribuire loro, in presenza di determinati presupposti (che gli Autori ravvisano nei segni identificativi, nell’autonoma organizzazione e nel patrimonio), un’autonoma soggettività, distinta da quella degli individui che li compongono e suscettibile di divenire titolare di situazione giuridiche soggettive irriducibili in situazioni giuridiche dei loro membri e a tutti gli effetti distinte da quelle proprie di questi ultimi. D’altronde, osservano gli Autori, le norme giuridiche pongono sì una regola di condotta che deve essere osservata dal soggetto dell’azione, il quale non può che essere una persona fisica; tuttavia, rappresentando la soluzione offerta dall’ordinamento ad un problema di interessi, esse hanno come effettivo e sostanziale protagonista il soggetto dell’interesse, ossia il «portatore dell’interesse in favore del quale il diritto si è mosso» e che può non essere l’individuo umano, ove l’interesse in funzione del quale la norma è predisposta sia un interesse impersonale, la cui esistenza non sarebbe contestabile. Ebbene, i dati positivi sarebbero tanto precisi ed univoci da non lasciare spazio ad ipotesi dommatiche che si fondino sul disconoscimento alle persone giuridiche di una propria soggettività, pena l’incorrere in un tentativo di abrogare tali dati da parte dell’interprete. Cfr. anche la tesi di P. MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, cit., per il quale se si constata che la realtà economico-sociale è costituita, oltretutto di individui, altresì di processi obiettivati (p. 14 s.), ossia di gruppi organizzati che sorgono per opera di singoli individui ma che immediatamente si obiettivizzano in strutture complesse, «motori di processi economici e sociali irriferribili a singole individualità», diviene chiaro come «la complessità della struttura della struttura, del gruppo, dell’“ente”, rend[er]la assai ardua se non impossibile, e comunque non significativa dal punto di vista dell’osservazione fenomenica pregiuridica e della sua rappresentazione, la ricostruzione dei singoli apporti, del loro peso specifico, dei nessi reciproci di interrelazione, tra loro inestricabilmente connessi», sicché «l’agire individuale perde immediatamente, dal punto di vista della realtà fenomenica, il carattere di volontà o comportamento soggettivo, per obiettivarsi in fatto o atto rilevante in quanto fatto o atto riferibile al gruppo organizzato» (p. 23). Dunque, prosegue l’Autore, sarebbe più aderente ad una realtà economico sociale, che conosce gruppi organizzati obiettivati (rappresentabili non solo nella prospettiva metodologica delle discipline sociologiche, economiche e storiche, ma anche nella prospettiva della scienza giuridica), considerare, da un lato, la persona giuridica un soggetto empiricamente e normativamente separato e, dall’altro, l’espressione “personalità giuridica” una serie di regole speciali «non nel senso che queste regole disciplinano l’agire degli individui, bensì nel senso che esse determinano un grado peculiare (il massimo grado consentito dall’ordinamento) di soggettività separata dall’ente rispetto alle persone fisiche dei membri che ne fanno parte» (p. 28).

¹⁷⁶ In questo senso, con particolare riferimento alla fattispecie società per azioni, ANGELICI C., *La società per azioni, I (Principi e problemi)*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da Cicu, Messineo, Mengoni e continuato da Schlesinger, Milano, 2012, p. 9 e p. 80 ss.

¹⁷⁷ P. SPADA, *Persona giuridica e articolazione del patrimonio*, cit., p. 846. Per una completa rappresentazione del pensiero di questo Autore vd. però oltre.

Una siffatta autonoma organizzazione sarebbe perciò insensibile alle vicende degli individui che la compongono e titolare di situazioni giuridiche proprie¹⁷⁸, laddove un patrimonio autonomo, invece, sarebbe composto di situazione giuridiche pur sempre in titolarità di una medesima organizzazione.

In sintesi, la formazione nella realtà socio-economica di un'autonoma organizzazione contrassegnata da propri segni distintivi determinerebbe, sul piano giuridico, la secessione, dagli individui che vi partecipano, di una distinta entità, la persona giuridica, che diverrebbe perciò un soggetto di diritto al quale imputare situazioni giuridiche proprie e nei cui confronti le persone fisiche possono porsi o come terzi o come membri dei suoi organi, chiamati a formare ed esprimere una volontà che deve essere conforme all'interesse impersonale dell'ente.

Il diverso, preferibile, orientamento cosiddetto riduzionista nega invece radicalmente che alla personalità giuridica possa riconoscersi altra portata che quella di mera tecnica linguistica¹⁷⁹. L'assunto da cui muove tale tesi è che la soggettività giuridica, ossia l'attitudine ad essere titolari di situazioni giuridiche soggettive, non possa che ravvisarsi in capo a persone fisiche, posto che queste sono le sole entità capaci di tenere un comportamento e, soprattutto, di esprimere una volontà¹⁸⁰; pertanto, tutte le situazioni giuridiche soggettive che vengono attribuite a persone giuridiche possono e devono essere tradotte in situazioni di cui sono titolare persone fisiche¹⁸¹, le quali ultime possono anche possedere qualifiche differenti nel momento in cui occupano posizioni non identiche all'interno dell'organigramma sociale¹⁸². L'ordinamento rimetterebbe perciò alle norme interne di organizzazione e a norme esterne, poste dallo stesso legislatore, la funzione di individuare le persone fisiche cui devono imputarsi le

¹⁷⁸ M. BASILE – A. FALZEA, voce *Persona giuridica*, cit., p. 268 ss.

¹⁷⁹ F. GALGANO, voce *Persona giuridica*, in *Digesto, disc. priv., sez. civ.*, XIII, Torino, 1995, p. 393.

¹⁸⁰ F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1989, p. 56 e p. 63 nt. 40, ove l'Autore stigmatizza le definizioni di soggettività quali "punto di riferimento di situazioni giuridiche" come «estremamente evanescenti, espressi in formule tanto suggestive quanto incapaci di rivestire un significato determinato pur che sia». L'Autore, nella stessa opera a p. 120, osserva anzi come la su riportata definizione di persona giuridica in termini di centro di imputazione di situazioni giuridiche è affetta da un vizio di circolo logico, poiché pretende di dedurre *a fortiori* l'esistenza di un soggetto da quella di un rapporto che ad esso farebbe capo, dovendosi invece prima trovare il soggetto titolare del rapporto e non già limitarsi a postulare che il soggetto ci deve essere. Conf. C. E. PUPO, *La persona giuridica*, Milano, 2015, p. 3 e p. 15; P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo*, cit., p. 753 s.

¹⁸¹ T. ASCARELLI, *Personalità giuridica e problemi delle società*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 982, testo e nt. 2.

¹⁸² C. E. PUPO, *La persona giuridica*, cit., p. 74 s.

situazioni giuridiche formalmente attribuite alla persona giuridica¹⁸³ ed eventualmente¹⁸⁴ di frammentare ciascuna di tali situazioni giuridiche distribuendola fra diverse persone fisiche¹⁸⁵.

Queste considerazioni inducono a specificare che le situazioni giuridiche soggettive che fanno capo ad individui quali sottostanti la denominazione di una persona giuridica sono differenti dalle situazioni che fanno altrimenti capo a persone fisiche: non sarebbe infatti possibile riscontrare all'interno dell'ordinamento la presenza di un principio di unitarietà delle situazioni giuridiche soggettive, giacché i diritti, i poteri e gli obblighi che fanno capo ad una persona giuridica danno luogo ad una fattispecie diversa rispetto all'ipotesi in cui tali situazioni giuridiche facciano capo (direttamente) a persone fisiche¹⁸⁶.

¹⁸³ F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 66 s., il quale richiama la teoria del processo d'imputazione in due tempi, secondo cui l'imputazione alla persona giuridica è un'imputazione incompleta, nel senso che la funzione svolta dal nome di una persona giuridica serve allo scopo di identificare quelle altre norme alle quali soltanto è in via definitiva demandata la determinazione dell'elemento personale del comportamento: per ogni persona giuridica esiste un gruppo di norme (ordinamento interno, normativa di organizzazione) che provvedono ad indicare quali individui in carne e ossa dovranno tenere il comportamento prescritto alla persona giuridica o esercitare il diritto o il potere ad essa accordato. A p. 129 l'Autore specifica poi come affermare che gli effetti dell'agire degli organi si verificano in capo alla persona giuridica significhi semplicemente che anche per tali effetti l'imputazione finale sarà regolata dall'ordinamento interno della persona giuridica. Cfr. C. E. PUPO, *La persona giuridica*, cit., p. 83, per il quale il nome della persona giuridica è un designatore non rigido: mentre cioè Tizio indica sempre la stessa persona, così non è per Alfa s.p.a. che rappresenta una modalità espressiva sintetica e si rende dunque necessaria la conversione, ossia il passaggio a una proposizione di natura atomica, per appurare chi esattamente venga indicato.

¹⁸⁴ Ben potendo non esserci alcun frammentamento, perché la posizione imputata alla persona giuridica viene ascritta dall'ordinamento interno di questa ad un singolo individuo, membro od organo della stessa: così F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 123 s.

¹⁸⁵ F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 68 s., per il quale le norme dell'ordinamento interno non si fermano all'indicazione degli individui cui spetta esercitare il potere o adempiere l'obbligo della persona giuridica, ma stabiliscono anche quali comportamenti specifici possano o debbano in concreto essere tenuti da quegli individui in relazione al potere o all'obbligo della persona giuridica, per cui «l'ufficio della normativa interna, o di organizzazione, non si esaurisce nel trasportare di peso – per così dire – le predicazioni riferite alla persona giuridica in capo ad una persona fisica, ma investe anche queste predicazioni medesime, il cui contenuto viene analizzato e frammentato per poter essere poi distribuito fra i singoli individui». E vd. anche a p. 117 ss., ove si ribadisce il concetto: «proprio come il nome della persona giuridica non determina direttamente l'elemento personale del comportamento di cui si tratta, così ciò che viene imputato alla persona giuridica non ne determina l'elemento materiale. La funzione e il significato della posizione X ascritta alla persona giuridica è tutta nel richiamo delle norme interne che dispongono che *quando* la persona giuridica si trova nella posizione X, *allora* questi o quest'altri organi della stessa si ritrovano nella posizione Y o Z. Cosicché la posizione X finisce in definitiva per servire da nesso teorico di comodo fra una serie di fatti giuridici – quelli che appunto producono la posizione X – e quelli che sono i loro veri effetti giuridici, e cioè le posizioni individuali Y e Z» (corsivo originale).

¹⁸⁶ F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 121; F. GALGANO, voce *Persona giuridica*, cit., p. 401, per il quale deve procedersi ad una duplicazione del contenuto dei rapporti giuridici, distinguendo quelli spettanti agli individui come tali e quelli, di contenuto diverso dai primi, che agli individui spettano quali membri di una collettività organizzata. Si tratta di una tesi già sostenuta da KELSEN H., *Teoria generale del diritto e dello Stato*, trad. it., Milano, 1952, p. 102, per il quale i diritti e i doveri della persona giuridica vengono sì concepiti quali situazioni giuridiche soggettive dei suoi membri,

Applicando gli argomenti sopra esposti all'oggetto della presente analisi, si conclude che gli obblighi attribuiti ad una persona giuridica graverebbero in realtà in capo agli amministratori muniti di rappresentanza, essendo i soli individui il cui comportamento sia idoneo ad integrare un adempimento della prima: perciò, quando si parla di un obbligo di Alfa s.p.a., con il termine Alfa s.p.a. si intende, a seconda dei casi, o l'unico amministratore cui è stata conferita la rappresentanza o la pluralità di amministratori muniti di analogo potere, e in quest'ultima ipotesi ci si attenderà o un unico comportamento adempiuto da uno qualsiasi degli amministratori, oppure una condotta adempiente di ciascuno di essi, a seconda che si tratti di rappresentanza disgiuntiva o congiuntiva¹⁸⁷; ciò varrebbe anche per quanto riguarda la responsabilità, la quale ricade sempre sugli amministratori muniti di rappresentanza: poiché a loro fa capo il patrimonio su cui può essere esercitata l'azione esecutiva, essendo i titolari delle situazioni giuridiche attive che possono essere espropriate a seguito dell'attività esecutiva del creditore, ed è dunque la loro sfera giuridica che verrebbe modificata in seguito alla suddetta azione, fermo restando che in casi di responsabilità della società sarebbe suscettibile di essere aggredito solo il patrimonio di cui costoro possono disporre in ragione dell'incarico ricevuto, ossia quello che viene per l'appunto indicato come il patrimonio della società¹⁸⁸.

Analogamente, il diritto di proprietà vantato da una persona giuridica spetterebbe agli amministratori con rappresentanza, che risultano titolari del potere di godere e disporre che caratterizza detto diritto: si assisterebbe perciò ad un fenomeno di

ma si tratta di diritti e doveri che detti membri posseggono in una maniera specifica, in una maniera diversa da quella con la quale essi posseggono diritti e doveri senza essere membri della corporazione. Conf. C. E. PUPO, *La persona giuridica*, cit., p. 24, il quale osserva come il concetto di diritto di proprietà di cui all'art. 832 c.c. sia, a ben vedere, un'espressione di natura polisemica. Si vedano inoltre le osservazioni in argomento di P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo*, cit., p. 755.

¹⁸⁷ C. E. PUPO, *La persona giuridica*, cit., p. 76 s., ove viene altresì evidenziato come il fatto che l'obbligo sia imputato agli amministratori con rappresentanza abbia come conseguenza che gli obbligati possono cambiare, come per l'appunto accade qualora muti l'identità del soggetto che occupa l'ufficio in questione; si ha quindi una situazione in cui i debitori sono determinabili, ma nella quale è altresì rilevante il momento in cui il processo di determinazione viene posto in essere, atteso che il suddetto processo può condurre a soggetti diversi a seconda di quando è compiuto. Si può osservare al riguardo che il motivo per cui il mutamento soggettivo dell'identità del debitore sia irrilevante per il creditore, di cui l'ordinamento non richiede il consenso, e dovuto alla circostanza che la garanzia patrimoniale su cui può contare quest'ultimo non cambia: al mutare dell'identità del soggetto obbligato (ossia, per la ricostruzione di Pupo, l'amministratore munito di rappresentanza) non muta anche la garanzia patrimoniale su cui il creditore fa affidamento.

¹⁸⁸ C. E. PUPO, *La persona giuridica*, cit., p. 77 s. Anche in questo caso, osserva l'Autore, bisogna ricordare che l'identità dei soggetti coinvolti è suscettibile di mutare, sicché le persone verso le quali si può agire possono cambiare, fermo restando che si tratterà sempre di soggetti che occupano l'ufficio di amministratore con rappresentanza.

sostituzione¹⁸⁹ ove, qualora gli amministratori muniti di potere di rappresentanza siano più di uno e operino in regime di amministrazione congiuntiva, a ciascuno di essi viene riconosciuto il potere di contribuire a compiere il relativo atto di godimento o di disposizione¹⁹⁰. Così, impiegando la denominazione sociale l'agente avvertirebbe di star compiendo un'azione come sostituto, e dunque utilizzando i poteri che ha su un patrimonio che non coincide con il proprio patrimonio personale, e segnalerebbe, altresì, di star limitando la propria responsabilità, circoscrivendola per l'appunto ai valori che i soci gli hanno affidato¹⁹¹.

I poteri di cui gli individui sottostanti ad una persona giuridica sarebbero titolari andrebbero perciò ricondotti al concetto di *funzione*, da intendersi come posizione potestativa affiancata da obblighi, limitazioni e controlli volti ad assicurare che attraverso di essa il titolare provveda alla cura di interessi precostituiti e tipicamente (anche se non necessariamente) altrui¹⁹². Con la precisazione che il richiamo all'interesse di un terzo servirebbe soltanto ad indicare genericamente tali doveri, fornendo un criterio teleologico per riferimento al quale questi siano determinabili¹⁹³.

Il nome di una persona giuridica sarebbe dunque un simbolo incompleto¹⁹⁴, una denominazione cui non corrisponde alcuna effettiva entità differente dagli individui che, attraverso le norme di organizzazione interna, vedono imputarsi le situazioni giuridiche anzitutto attribuite alla persona giuridica. Tale nome rappresenterebbe allora null'altro che una parentesi¹⁹⁵ entro la quale, per comodità ed economicità¹⁹⁶ del discorso, viene

¹⁸⁹ *Ivi*, p. 79 e p. 81.

¹⁹⁰ *Ivi*, p. 80, dove l'Autore osserva come, anche con riferimento alle situazioni soggettive attive, sia possibile che con il tempo il termine Alfa s.p.a. vada ad indicare persone diverse e che questo mutamento nell'identità dei soggetti coinvolti si verifichi senza un atto di trasferimento dell'anzidetto diritto, ma solo per il fatto che altri individui subentrano nella posizione di amministratore con rappresentanza: la volontà dei soci può, allora, direttamente ed immediatamente sottrarre ai sostituti le situazioni soggettive di cui costoro dispongono proprio in quanto sostituti, per trasferirle ad altri soggetti nel momento stesso in cui a questi ultimi viene attribuita la qualifica di amministratori con rappresentanza.

¹⁹¹ *Ivi*, p. 81.

¹⁹² P. SPADA, *Persona giuridica e articolazione del patrimonio*, cit., p. 847 s., il quale osserva come nella prospettiva della funzione l'autonomia privata si articola in una modalità libera ed in una modalità funzionale; per cui, vagliando il comportamento – che è e resta di uomini – nella prospettiva di un interesse precostituito, «si può isolare, nel fluire del comportamento umano, *quanto è dell'uomo e quanto del funzionario*» (corsivo originale). Nello stesso senso anche F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 125 ss.

¹⁹³ F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 127.

¹⁹⁴ F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 77.

¹⁹⁵ Questa l'immagine richiamata da T. ASCARELLI, *Personalità giuridica e problemi delle società*, cit., p. 982.

¹⁹⁶ F. GALGANO, voce *Persona giuridica*, cit., p. 402 sottolinea condivisibilmente come l'uso del concetto di persona giuridica sia insostituibile, salvo complicare enormemente il discorso e come la teoria riduzionista intenda solo far prendere coscienza dell'inesistenza di una reale entità distinta dalle persone fisiche, non invece bandire dal linguaggio giuridico la nozione ed imporre la conversione di ogni

sintetizzata una pluralità di proposizioni riferite a persone fisiche¹⁹⁷; sicché la proposizione molecolare che veda presente il nome di una persona giuridica potrebbe sempre essere sostituita da proposizioni atomiche dove tale nome scompare¹⁹⁸.

Viene così ridimensionato ogni discorso intorno al contenuto ed alla portata del concetto di persona giuridica, la quale perde rilievo sostanziale e viene ricondotta ad una funzione meramente lessicale¹⁹⁹.

In questa prospettiva, attraverso l'atto costitutivo i fondatori deciderebbero che, nel traffico giuridico, le situazioni giuridiche soggettive contrassegnate dal nome della persona giuridica debbano ricondursi agli individui e alle modalità di esercizio

proposizione in cui questa nozione è utilizzata in una proposizione che da tale nozione prescindano. Riconosce l'indubbia utilità del ricorso, nel linguaggio, a tale concetto anche T. ASCARELLI, *Personalità giuridica e problemi delle società*, cit., p. 988.

¹⁹⁷ F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 101.

¹⁹⁸ *Ivi*, p. 71 ss. e p. 108 s., ove si osserva che «se le proposizioni intorno ai soggetti individui (assunti come tali in quel certo contesto) sono le proposizioni atomiche, le proposizioni nelle quali entrano i simboli complessi sono proposizioni molecolari, sviluppabili, cioè, in una serie di proposizioni atomiche che, nel loro significato complessivo, sono, *per definizione*, perfettamente equipollenti alla proposizione molecolare che le ha generate. Il che equivale ancora, in ultima analisi, a dire che il dualismo di soggetti di diritto semplici e complessi è “rilevabile” solo sulla scena giuridica verbalizzata; sulla scena effettuale o esistenziale non c'è che un soggetto di diritto: l'uomo» (corsivo originale). Cfr. T. ASCARELLI, *Personalità giuridica e problemi delle società*, cit., p. 983 e p. 986 s., testo e nt. 6.; P. SPADA, *Persona giuridica e articolazione del patrimonio*, cit., p. 848, per il quale, una volta interiorizzata la nozione di funzione, potrebbe farsi a meno, senza rischio alcuno di ridondanza lessicale, di avvalersi tanto del linguaggio della persona giuridica, quanto di quello della separazione, autonomia o segregazione dei patrimoni; C. E. PUPO, *La persona giuridica*, cit., p. 74 e p. 84; A. ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio*, cit., p. 553 s.; R. LENZI, *I patrimoni destinati*, cit., p. 551; G. MIGNONE, *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, cit., p. 1671 s., il quale – riferendosi all'insegnamento di D'Alessandro – ricorda che «l'entità “patrimonio” è solo il risultato di un insieme di connessioni linguistiche, all'altro apice delle quali si trovano (le tasche di) persone fisiche» ed aggiunge: «[i]l punto, in altri termini, non sembra essere quello di “smascherare finzioni” per pervenire ad una ontologia assoluta (che è inaccessibile), ma di individuare quale sistema di finzioni risulta più utile e fecondo per interpretare e ordinare la realtà. E i patrimoni senza soggetto nel campo speculativo, cioè dell'impresa, diversamente da quello delle opere benefiche e altruistiche (fondazioni, comitati), delle situazioni meramente conservative (eredità giacente) o delle ipotesi che presentano aspetti del primo e del secondo genere (fondo patrimoniale), non convincono perché offuscano il profilo della responsabilità (e delle sanzioni per i comportamenti illegali o scorretti)».

¹⁹⁹ Perentorio in tal senso T. ASCARELLI, *Personalità giuridica e problemi delle società*, cit., p. 981, per il quale «con “persona giuridica” facciamo riferimento solo a un modo di esprimere una disciplina normativa». Lo stesso Autore (p. 992) osserva poi come il domandarsi se una determinata collettività costituisca o meno una persona giuridica «è porsi una domanda che, a rigore, è senza senso», avendo invece senso domandarsi quale sia la disciplina applicabile ad una determinata fattispecie sicché, una volta che questa sia determinata, il ricorso al termine “persona giuridica” sarà o meno possibile a seconda che si prescelga o non si prescelga questo segno per indicare quella normativa. Secondo F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 72, si tratta di una convenzione linguistica instaurata dal legislatore, che perde interesse nel momento in cui ci si rende conto che l'individuazione dell'ente contrassegnato dal nome di una persona giuridica è superflua ai fini della ricostruzione del significato delle norme che tale nome contengono, «giacché tale significato è quello che l'ordinamento stesso si preoccupa di indicare, ossia quello risultante dalle norme di riduzione cui viene fatto rinvio». Concorde anche F. GALGANO, voce *Persona giuridica*, cit., p. 394, il quale però avverte come la recezione di simile costruzione dottrinale non implichi che essa sia diventata volontà del legislatore, vincolante per l'interprete, non potendo l'“onnipotenza” del legislatore spingersi fino a tanto.

individuati dalle norme di organizzazione interna (statutarie e legali); al contempo, l'acquisto della personalità giuridica da parte di un'organizzazione di individui non determinerebbe la nascita di un soggetto di diritto da essi distinto ed autonomo, di un ente fittizio²⁰⁰, bensì solamente l'applicazione (sempre e solo) a persone fisiche di una specifica disciplina dei loro rapporti²⁰¹. La metafora della persona giuridica come soggetto varrebbe perciò unicamente ad evidenziare una certa affinità fra la situazione scaturente dalla costituzione di una società e la nascita di un nuovo soggetto di diritto; ma tale constatazione non dovrebbe far dimenticare che la costituzione di un rapporto contrattuale (nella specie: societario) e nascita di un soggetto di diritto sono fatti «diversissimi e inconfondibili» e che la circostanza che la loro disciplina coincida in certi punti non importa affatto che essa debba coincidere in tutti i punti²⁰².

Se si aderisce alla teoria riduzionistica, e dunque si leggesse nel concetto di “persona giuridica” null'altro che una formula per esprimere sinteticamente un insieme di regole che disciplinano pur sempre rapporti tra persone fisiche, la risposta all'interrogativo di partenza – ossia, quale differenza comporti la presenza o l'assenza di una distinta personalità giuridica e quindi che differenza vi sia, sotto il profilo giuridico, tra un gruppo endosocietario ed un'identica struttura esosocietaria – potrebbe cioè esaurirsi nella seguente considerazione. Ogni differenza, a parità di struttura patrimoniale ed amministrativa, tra un gruppo endosocietario ed un gruppo esosocietario non può che discendere esclusivamente dall'analisi e dal confronto delle regole che disciplinano i rapporti tra le persone fisiche coinvolte nelle differenti organizzazioni societarie.

Se le regole che disciplinano i rapporti interni ed esterni al gruppo endosocietario si dovessero rivelare, nella sostanza, identiche a quelle in cui si esaurisce il

²⁰⁰ F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 76, ove l'Autore paragona la tensione a dare consistenza ad una persona giuridica ad un «tentativo disperato di afferrare un fantasma».

²⁰¹ F. GALGANO, voce *Persona giuridica*, cit., p. 403. Cfr. F. GALGANO – R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2006, p. 162, per i quali il riferimento al concetto di persona giuridica contenuto all'art. 2331 c.c. sarebbe riassuntivo della specifica disciplina delle società per azioni: esso significherebbe cioè che la disciplina di questo tipo di società non è applicabile, se non a seguito dell'iscrizione della società nel registro delle imprese; la norma citata esaurirebbe perciò il proprio contenuto normativo nell'affermare che la società per azioni, a differenza che per le società di persone, iscrizione in detto registro ha efficacia costitutiva. Cfr. T. ASCARELLI, *Personalità giuridica e problemi delle società*, cit., p. 982, per il quale «i presupposti ai quali la dottrina fa capo per decidere dell'“esistenza” di una persona giuridica (p. es. il riconoscimento) non sono che i presupposti perché si possa far capo alla disciplina normativa che, con l'espressione “persona giuridica”, si vuole indicare».

²⁰² F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., p. 159; F. GALGANO, voce *Persona giuridica*, cit., p. 402.

riconoscimento di una distinta personalità giuridica ad un comparto e alla relativa struttura amministrativa, allora si dovrebbe semplicemente prendere atto che la presenza o l'assenza di personalità giuridica, nel caso di specie, non rileva in alcun modo: il complesso di regole che altrimenti verrebbe sinteticamente evocato mercé il richiamo al concetto normativo di "persona giuridica" dovrebbe cioè essere parimenti applicato attraverso una sua puntuale declinazione.

Se al contrario dovesse emergere una differenza tra le due discipline, allora si dovrebbe constatare che l'attribuzione alla struttura amministrativa compartimentale di una propria personalità giuridica comporta delle differenze *di regole*. Ma tenendo bene a mente che dette varianti non *deriverebbero* dalla personalità giuridica in quanto tale, ma *consisterebbero* nel differente compendio normativo riassunto da detto lemma²⁰³.

²⁰³ Uno spunto per comprendere la riflessione che si propone può cogliersi nelle osservazioni di G. MIGNONE, «Tracking shares» e «actions reflet», cit., p. 618 s.: secondo l'Autore, la gestione di una società multicomparto, e dei conflitti endosocietari che essa inevitabilmente crea, dipenderebbe dall'uso dei principi di *fairness* e di metodologie di soluzione dei conflitti di interessi che godano di una tradizione e di un retroterra culturale consolidati, quali invece sarebbero assenti in Italia che così non sarebbe in grado di offrire a questi istituti buone possibilità di funzionamento. L'Autore commenta perciò così in sintesi l'introduzione dell'istituto delle azioni correlate: «[I] "idea" di una separazione patrimoniale all'interno della medesima società mira principalmente ad ottenere, ad un livello per così dire "anticipato" o "virtuale", il risultato tipico del gruppo di società, con l'eliminazione, se si vuole, della "finzione" rappresentata dalla presenza di distinti consigli d'amministrazione nelle controllate. Ma non si può trascurare la circostanza che la presenza di un distinto ente, sebbene con tutte le limitazioni derivanti dal suo *status* di società controllata, svolge pur sempre una funzione di garanzia e di chiarezza». Nello stesso senso anche G. B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, cit., p. 165.

BIBLIOGRAFIA

ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV*, *Le società per azioni*, di N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso, P. Montalenti, Padova, 2010.

ALVARO S., *Risparmio gestito e personalità giuridica nei mercati finanziari: alcune peculiari interazioni tra fondi comuni e società quotate nella prassi applicativa*, in *Rivista bancaria*, 6/2017, p. 81 ss.

AMBROSINI S., *Commento all'art. 2475*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Acontres, Napoli, III, 2004.

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006.

ANGELICI C., *La società per azioni, I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da Cicu, Messineo, Mengoni e continuato da Schlesinger, Milano, 2012.

ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017.

ARATO M., *Le azioni correlate*, Torino, 2012.

ARDIZZONE L., *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 1094.

ARLT R., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected cell companies italiane*, in *Contr. e impr.*, 2004, p. 323.

ASCARELLI T., *Personalità giuridica e problemi delle società*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 981.

BARTOLACELLI A., *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano 2012.

BASILE M. – FALZEA A., voce *Persona giuridica (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXXIII, Milano, 1983.

BECCHETTI E., *Riforma del diritto societario. Patrimoni separati, destinati e vincolati*, in *Riv. not.*, 2003, I, p. 49.

- BIANCA M., *Amministrazione e controlli nei patrimoni destinati*, in AA. VV., *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Roma, 2003.
- BORSA ITALIANA S.P.A., *Nota tecnica sui patrimoni destinati*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1588.
- BOZZA G., *Commento all'art. 2447-bis*, in Bertuzzi, Bozza, Sciumbata (a cura di), *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, s.a.a.*, Milano, 2003.
- BOZZA G., *Commento all'art. 2447-quinquies*, in Bertuzzi, Bozza, Sciumbata (a cura di), *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, s.a.a.*, Milano, 2003.
- BOZZA G., *Commento all'art. 2447-septies*, in Bertuzzi, Bozza, Sciumbata (a cura di), *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, s.a.a.*, Milano, 2003.
- BOZZA G., *Commento all'art. 2447-ter*, in Bertuzzi, Bozza, Sciumbata (a cura di), *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, s.a.a.*, Milano, 2003.
- BUSSOLETTI M., *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, III, Torino, 2007.
- CAGNASSO O., *Commento agli artt. 2475-2475 bis*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante O. Cagnasso, P. Montalenti, II, 5^a ristampa, Bologna, 2009.
- CAGNASSO O., *I patrimoni destinati*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV*, *Le società per azioni*, di N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso, P. Montalenti, Padova, 2010.
- CAMPOBASSO G. F., *Diritto Commerciale. 1. Diritto dell'impresa*, 6^a ed., Torino, 2008.
- CAMPOBASSO G. F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, 7^a ed., Torino, 2009.
- CARCANO G., *Commento all'art. 2475*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L. A. Bianchi, Milano, 2008.
- CARRIÈRE P., *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 449.
- CARRIÈRE P., *Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 39.

- CASELLA P. – RIMINI E., voce *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Digesto delle discipline privatistiche – sezione commerciale*, VI, Torino, 1991.
- CAVANNA M., *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato*, diretto a P. Rescigno, 16*, a cura di M. Cavanna, A. Bertolotti, Torino, 2008.
- COLOMBO G. E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca borsa*, 2004, I, p. 30.
- COLONNELLI DE GASPERIS M., *Le azioni correlate. Tracking stocks*, Napoli, 2010.
- COMPORTE C., *Commento all'art. 2447-bis*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, 2**, Torino, 2003.
- COMPORTE C., *Commento all'art. 2447-quinquies*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, 2**, Torino, 2003.
- COMPORTE C., *Commento all'art. 2447-ter*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, 2**, Torino, 2003.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, 11 ed., Torino, 2018.
- COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, p. 242.
- COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale, I, Torino, 2006.
- CRUCIL A., *I partecipanti al capitale di Sgr, Sicav e Sicaf: alcuni profili*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016.
- D'ALESSANDRO F., «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 34.
- D'ALESSANDRO F., *Patrimoni separati e vincoli comunitari*, in *Soc.*, 2004, p. 1061.
- D'ALESSANDRO F., *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1989.
- DE BIASI P., «*Burro e cannoni*»: *le alphabet stock*, in *Soc.*, 2002, p. 815.

DI NOLA S. – RESTUCCIA A., *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi "a tutto rischio"*, in *Giur. comm.*, 2017, II, p. 717.

DI SABATO F., *Brandelli di esperienza (non del tutto negativa) di un aspirante legislatore*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca, Presti, Milano, 2003.

DI SABATO F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca borsa*, 2004, I, 13.

DI SABATO F., *Sui patrimoni "destinati"*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004.

DI SABATO F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Soc.*, 2002, p. 665.

EGIZIANO L., *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori. I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Torino, 2009.

ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa*, 2005, I, p. 166.

FERRI jr. G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004.

FERRI jr. G., *Patrimoni e finanziamenti destinati*, in AA. VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2015.

FERRI jr. G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, p. 25.

FERRI jr. G., *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Rivista telematica, Orizzonti del diritto commerciale*, 2015, consultabile all'indirizzo <http://www.rivistaodc.eu>.

FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Milano, 1976.

FERRO-LUZZI P., *I patrimoni "dedicati" e i "gruppi" nella riforma societaria*, in *Riv. not.*, 2002, I, p. 271.

FERRO-LUZZI P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 121.

FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 673.

FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 753.

FIMMANÒ F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, 2008.

GALGANO F. – GENGHINI R., *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2006.

GALGANO F., voce *Persona giuridica*, in *Digesto, disc. priv., sez. civ.*, XIII, Torino, 1995.

GENNARI F., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, 2005.

GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni d'investimento* (nota a Cass. 15 luglio 2010, n. 16605), in *Giur. comm.*, 2011, II, p. 1146.

GHISALBERTI M. – NAVARRA B., *Commento all'art. 43*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, I, Torino, 2012.

GHISALBERTI M. – NAVARRA B., *Commento all'art. 43-bis*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, I, Torino, 2012.

GHISALBERTI M. – NAVARRA B., *Commento all'art. 45*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, I, Torino, 2012.

GIANNELLI G., *Commento agli artt. 2447-sexies/2447-septies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004.

GIANNELLI G., *Commento all'art. 2447-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004.

GIANNELLI G., *Commento all'art. 2447-octies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, II, 2004.

GIANNELLI G., *Commento all'art. 2447-quater*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004.

GIANNELLI G., *Commento all'art. 2447-quinquies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004.

- GIANNELLI G., *Commento all'art. 2447-ter*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004.
- GIUDICI P., *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, in *Soc.*, 2015, p. 1141.
- GIUDICI P., voce *Società di gestione del risparmio*, in *Enc. dir., Annali*, IV, Milano, 2011.
- GIUSTI C., *Patrimoni destinati ad uno specifico affare: problemi applicativi e reale agibilità dell'istituto*, in *Riv. dir. impr.*, 2017, p. 521.
- GUIZZI G., *Patrimoni separati e gruppi di società. Articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 639.
- GUIZZI G., *Patrimoni destinati e crisi societarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 773.
- GUIZZI G., *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato e responsabilità degli amministratori. Profili sistematici*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 379.
- INZITARI B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.)*, in *Contr. e impr.*, 2003, p. 164.
- INZITARI B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Soc.*, 2003, p. 295.
- IOCCA M. G., *Commento agli artt. 43 e 43-bis*, in *Commentario al T.u.f. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012.
- IOCCA M. G., *Commento all'art. 36*, in *Commentario al T.u.f. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012.
- IOCCA M. G., *Commento all'art. 37*, in *Commentario al T.u.f. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012.
- IOCCA M. G., *Commento all'art. 45*, in *Commentario al T.u.f. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012.
- IOCCA M. G., voce *Sicav*, in *Enc. dir., Annali*, VIII, Milano, 2015.
- JAEGER P. G., *Sui fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 1113.
- KELSEN H., *Teoria generale del diritto e dello Stato*, trad. it., Milano, 1952.

KREMER C. – LEBBE I., *Collective investment schemes in Luxembourg - law and practice*, 2nd ed., Oxford University Press, 2014.

LA ROSA F., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare. “Ottica destinazione” e “ottica separazione”*: analisi delle prospettive di sviluppo e dei profili di rischio connessi ai nuovi strumenti di “federalismo” patrimoniale e finanziario, Milano, 2007.

LA VECCHIA M. (– PALLINI S. – SZEGÖ B.), *Commento all’art. 43*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998.

LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa*, 2003, I, p. 519.

LAMANDINI M., *I patrimoni «destinati» nell’esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 490.

LAMANDINI M., *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno e internazionale*, Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1495.

LAURINI G., *I patrimoni destinati nel nuovo diritto societario*, in AA. VV., *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003.

LEGGIERI G., *Commento all’art. 39*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, I, Torino, 2012.

LEGGIERI G., *Commento all’art. 40*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, I, Torino, 2012.

LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio (nota a Cass., 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Banca borsa*, 2011, II, p. 423.

LENER R. – PETRONZIO C., *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal tuf*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 383.

LENER R., *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa*, 2007, I, p. 431.

LENER R., voce *Sicav (società di investimento a capitale variabile)*, in *Digesto delle discipline privatistiche – sezione commerciale – sezione commerciale aggiornamento**, Torino, 2000.

LENZI R., *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. not.*, 2003, I, p. 543.

LIBONATI B., *Holding e investment trust*, Milano, 1959.

MAFFEI ALBERTI A., *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-decies*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, III, Padova, 2005.

MANCUSO F., *Le società emittenti azioni correlate*, Torino, 2015.

MANES P., *Commento all'art. 2447-bis*, in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, di P. Manes e F. Pasquariello, Bologna, 2013.

MANES P., *Commento all'art. 2447-quater*, in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, di P. Manes e F. Pasquariello, Bologna, 2013.

MANES P., *Commento all'art. 2447-quinquies*, in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, di P. Manes e F. Pasquariello, Bologna, 2013.

MANES P., *Commento all'art. 2447-ter*, in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, di P. Manes e F. Pasquariello, Bologna, 2013.

MANZO G. – SCIONTI G., *Patrimoni dedicati e azioni correlate: «cellule» fuori controllo?*, in *Soc.*, 2003, p. 1329.

MARCHETTI P., *Appunti sulle Sicav*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 731.

MARTORANO F., *Commento all'art. 2350*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, 2*, Torino, 2003.

MASTURZI S., *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004.

MIGNONE G., «Tracking shares» e «actions reflet» come modelli per le nostre «azioni correlate», in *Banca borsa*, 2003, I, p. 610.

MIGNONE G., *Commento agli artt. 2447-bis – 2447-novies*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, II, 5[^] ristampa, Bologna, 2009.

- MILETTI R. (– PALLINI S.), *Commento all'art. 45*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998.
- MIOLA M. (– BRIOLINI F.), *Commento all'art. 36*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, I, Torino, 2002.
- MONDINI P. F., *Le azioni correlate*, Milano, 2009.
- MONTALENTI P., *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, Padova, 1999.
- MORANDI P., *Commento all'art. 2475*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, III, Padova, 2005.
- MORELLO A., *La cessione dei patrimoni destinati*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 377.
- NATALI L. C., *Riflessioni in tema di amministrazione del patrimonio destinato*, in *Soc.*, 2007, p. 139.
- NIUTTA A., *I patrimoni e finanziamenti destinati*, Milano, 2006.
- NOTARI M. (– GIANNELLI A.), *Commento all'art. 2346, comma 6*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008.
- NOTARI M., *Commento all'art. 2348*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008.
- OPPO G., *Sulla «autonomia» delle sezioni di credito speciale*, in *Banca borsa*, 1979, I, p. 1.
- PACIELLO A., *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004.
- PALLINI S. (– MILETTI R.), *Commento all'art. 45*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998.
- PAOLINI A., *Fondi comuni immobiliari, s.g.r. e trascrizione*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, p. 233.
- PASQUARIELLO F., *Commento agli artt. 2447-sexies – 2447-septies*, in *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, di P. Manes e F. Pasquariello, Bologna, 2013.
- PASQUARIELLO F., *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, Napoli, 2012.
- PASSADOR M. L., *Appunti sulle Sicaf. Profili societari*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2016, p. 633.

- PATRONI GRIFFI U., *Le azioni correlate*, Napoli, 2005.
- PESCATORE G., *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008.
- PICARDI L., *Commento all'art. 43*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, I, Torino, 2002.
- PICARDI L., *La delega di funzioni del gestore e il principio della letter box entity*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016.
- PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1268.
- PORTALE G. B., *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 146.
- POTITO L., *Patrimoni destinati ... all'insuccesso?*, in *Soc.*, 2006, p. 545.
- PUPPO C. E., *La persona giuridica*, Milano, 2015.
- RUBINO DE RITIS M., *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa, G. B. Portale, I, Torino, 2007.
- SALAMONE L., *Il finanziamento dei patrimoni destinati a «specifici affari» [art. 2447-bis, 1° comma, lett. a), c.c.]*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 235.
- SALAMONE L., *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004.
- SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000.
- SANDRELLI G., *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 387.
- SANSONE R., *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?* (nota a Trib. Rovigo, sez. di Adria, ord., 21 ottobre 2010), in *Soc.*, 2011, p. 1058.

SANTAGATA R., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare. Artt. 2447-bis-2447-decies*, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato da Pietro Schlesinger e diretto da Francesco D. Busnelli, Milano, 2014.

SANTAGATA R., *Oggetto sociale ed articolazioni dell'attività imprenditoriale*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1255.

SANTAGATA R., *Patrimoni destinati e rapporti intergestori. I conflitti in società multidivisionali*, Torino, 2008.

SANTORO V., *Commento all'art. 2351*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, I, Torino, 2003.

SCANO A. D., *Gli atti estranei allo specifico affare*, Torino, 2010.

SCHIAVELLO E., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento in una recente sentenza della Cassazione*, consultabile all'indirizzo <http://sfef.egeaonline.it>.

SCOGNAMIGLIO G., *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca borsa*, 2010, I, p. 137.

SFAMENI P. – PENNA M., *La gestione collettiva del risparmio*, in *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di P. Sfameni, A. Giannelli, 2 ed., Milano, 2015.

SFAMENI P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.

SODA A. P., *Commento all'art. 36*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998.

SPADA P., *Persona giuridica e articolazione del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, p. 846.

SPOLAORE P., *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 1138.

STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento all'art. 2350*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004.

STELLA RICHTER jr. M., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 196.

STELLA RICHTER jr. M., *La governance delle società di gestione del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 670.

TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1082.

TROIANO V., *Commento agli artt. 36 e 37*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, I, Torino, 2012.

TULLIO P., *Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti di partecipazione all'affare*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, p. 364.

ZAMPELLA E., *Commento all'art. 45*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, I, Torino, 2002.

ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio, nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, p. 545.

ZOPPINI A., *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca, Presti, Milano, 2003.



Università
Ca' Foscari
Venezia

DEPOSITO ELETTRONICO DELLA TESI DI DOTTORATO

DICHIARAZIONE SOSTITUTIVA DELL'ATTO DI NOTORIETA'

(Art. 47 D.P.R. 445 del 28/12/2000 e relative modifiche)

Io sottoscritto Stefano Brighenti.....

nato a Venezia..... (prov. Ve) il 19 luglio 1990.....

residente a Ferrara..... in Via Vignatagliata..... n. 42.....

Matricola (se posseduta) 956235..... Autore della tesi di dottorato dal titolo:

Il gruppo endosocietario. Elementi istituzionali e problematiche specifiche delle società
multicompartimentali.....

.....

Dottorato di ricerca in Diritto, Mercato e persona.....

(in cotutela con)

Ciclo XXXI°.....

Anno di conseguimento del titolo 2019.....

DICHIARO

di essere a conoscenza:

- 1) del fatto che in caso di dichiarazioni mendaci, oltre alle sanzioni previste dal codice penale e dalle Leggi speciali per l'ipotesi di falsità in atti ed uso di atti falsi, decado fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici conseguenti al provvedimento emanato sulla base di tali dichiarazioni;
- 2) dell'obbligo per l'Università di provvedere, per via telematica, al deposito di legge delle tesi di dottorato presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e di Firenze al fine di assicurarne la conservazione e la consultabilità da parte di terzi;
- 3) che l'Università si riserva i diritti di riproduzione per scopi didattici, con citazione della fonte;
- 4) del fatto che il testo integrale della tesi di dottorato di cui alla presente dichiarazione viene archiviato e reso consultabile via internet attraverso l'Archivio Istituzionale ad Accesso Aperto dell'Università Ca' Foscari, oltre che attraverso i cataloghi delle Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze;
- 5) del fatto che, ai sensi e per gli effetti di cui al D.Lgs. n. 196/2003, i dati personali raccolti saranno trattati, anche con strumenti informatici, esclusivamente nell'ambito del procedimento per il quale la presentazione viene resa;
- 6) del fatto che la copia della tesi in formato elettronico depositato nell'Archivio Istituzionale ad Accesso Aperto è del tutto corrispondente alla tesi in formato cartaceo, controfirmata dal tutor, consegnata presso la segreteria didattica del dipartimento di riferimento del corso di dottorato ai fini del deposito presso l'Archivio di Ateneo, e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;
- 7) del fatto che la copia consegnata in formato cartaceo, controfirmata dal tutor, depositata nell'Archivio di Ateneo, è l'unica alla quale farà riferimento l'Università per rilasciare, a richiesta, la dichiarazione di conformità di eventuali copie.

Data _____

Firma _____

Mod. TD-Lib-09-a 1

AUTORIZZO

- l'Università a riprodurre ai fini dell'immissione in rete e a comunicare al pubblico tramite servizio on line entro l'Archivio Istituzionale ad Accesso Aperto il testo integrale della tesi depositata;
- l'Università a consentire:
 - la riproduzione a fini personali e di ricerca, escludendo ogni utilizzo di carattere commerciale;
 - la citazione purché completa di tutti i dati bibliografici (nome e cognome dell'autore, titolo della tesi, relatore e correlatore, l'università, l'anno accademico e il numero delle pagine citate).

DICHIARO

- 1) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale da me realizzata e non infrange in alcun modo il diritto d'autore né gli obblighi connessi alla salvaguardia di diritti morali od economici di altri autori o di altri aventi diritto, sia per testi, immagini, foto, tabelle, o altre parti di cui la tesi è composta, né compromette in alcun modo i diritti di terzi relativi alla sicurezza dei dati personali;
- 2) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati, non è oggetto di eventuali registrazione di tipo brevettuale o di tutela;
- 3) che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura civile, amministrativa o penale e sarà tenuta indenne a qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi.

A tal fine:

- dichiaro di aver autoarchiviato la copia integrale della tesi in formato elettronico nell'Archivio Istituzionale ad Accesso Aperto dell'Università Ca' Foscari;
- consegno la copia integrale della tesi in formato cartaceo presso la segreteria didattica del dipartimento di riferimento del corso di dottorato ai fini del deposito presso l'Archivio di Ateneo.

Data _____ Firma _____

La presente dichiarazione è sottoscritta dall'interessato in presenza del dipendente addetto, ovvero sottoscritta e inviata, unitamente a copia fotostatica non autenticata di un documento di identità del dichiarante, all'ufficio competente via fax, ovvero tramite un incaricato, oppure a mezzo posta

Firma del dipendente addetto

Ai sensi dell'art. 13 del D.Lgs. n. 196/03 si informa che il titolare del trattamento dei dati forniti è l'Università Ca' Foscari - Venezia.

I dati sono acquisiti e trattati esclusivamente per l'espletamento delle finalità istituzionali d'Ateneo; l'eventuale rifiuto di fornire i propri dati personali potrebbe comportare il mancato espletamento degli adempimenti necessari e delle procedure amministrative di gestione delle carriere studenti. Sono comunque riconosciuti i diritti di cui all'art. 7 D. Lgs. n. 196/03.

ESTRATTO PER RIASSUNTO DELLA TESI DI DOTTORATO

L'estratto (max. 1000 battute) deve essere redatto sia in lingua italiana che in lingua inglese e nella lingua straniera eventualmente indicata dal Collegio dei docenti.

L'estratto va firmato e rilegato come ultimo foglio della tesi.

STUDENTE: STEFANO BRIGHENTI _____ **MATRICOLA: 956235**

DOTTORATO: DIRITTO, MERCATO E PERSONA _____

CICLO: XXXI°

**TITOLO DELLA TESI¹: IL GRUPPO ENDOSOCIETARIO. ELEMENTI ISTITUZIONALI E
PROBLEMATICHE SPECIFICHE DELLE SOCIETÀ
MULTICOMPARTIMENTALI.**

ABSTRACT:

Il lavoro tratta il tema delle società multicomparto, ossia le società il cui patrimonio è composto da due o più comparti separati. Nei primi due capitoli si approfondiscono le varie questioni afferenti alla struttura patrimoniale e finanziaria di una simile fattispecie societaria. Nel terzo capitolo si indagano invece le possibili articolazioni che il governo societario può assumere per assicurare una più efficiente gestione dell'impresa multidivisionale. Nel quarto capitolo si analizzano infine le problematiche di gestione di tali società, con particolare riguardo alle molteplici occasioni di conflitto di interessi in esse riscontrabili.

The topic of this thesis concerns the protected cell companies, that is those companies whose asset is composed of two or more segregated cells. In the first two chapters the various issues concerning the capital and financial structure of similar companies are examined in depth. In the third chapter, instead, the thesis investigates the several structures that corporate governance can adopt for a more efficient management of the protected cell company. At last, in the fourth chapter the management problems of this kind of company are analyzed, with particular regard to the many opportunities for conflicts of interest found in them.

Firma dello studente

¹ Il titolo deve essere quello definitivo, uguale a quello che risulta stampato sulla copertina dell'elaborato consegnato.