



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea specialistica

in CONSULENZA AZIENDALE

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Tesi di Laurea

**Strumenti finanziari
di partecipazione**

Relatore

Ch. Prof. Giuliana Martina

Laureando

Anna Lazzarini

Matricola 812982

Anno Accademico

2015 / 2016

INDICE

CAPITOLO 1. Una nuova struttura finanziaria	pag. 3
CAPITOLO 2. Partecipazione sociale e partecipatività	pag. 11
2.1 <i>Partecipazione sociale</i>	pag. 15
2.2 <i>Partecipazione amministrativa</i>	pag. 19
CAPITOLO 3. Analisi della disciplina	pag. 24
3.1 <i>L'apporto alla società da parte di soci o di terzi</i>	pag. 25
3.2 <i>Elementi di affinità con altri istituti giuridici</i>	pag. 28
3.3 <i>Il coordinamento normativo con il T.U.B. e il T.U.F.</i>	pag. 31
3.4 <i>L'esecuzione dell'apporto</i>	pag. 32
3.5 <i>Il diritto d'opzione</i>	pag. 36
3.6 <i>Alcune considerazioni sui diritti patrimoniale</i>	pag. 40
3.7 <i>Alcune considerazioni sui diritti amministrativi</i>	pag. 46
3.8 <i>Le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni</i>	pag. 49
3.9 <i>La legge di circolazione</i>	pag. 52
3.10 <i>La conversione degli strumenti finanziari in azioni</i>	pag. 53
3.11 <i>L'organizzazione dei titolari degli strumenti finanziari di partecipazione</i>	pag. 55
4. Conclusioni	pag. 57
<i>Bibliografia</i>	pag. 60
<i>Materiale normativo</i>	pag. 92

CAPITOLO 1

UNA NUOVA STRUTTURA FINANZIARIA

L'obiettivo di tale lavoro è quello di analizzare l'istituto degli strumenti finanziari di partecipazione, introdotti con la riforma delle società di capitali del 2004.

Chi scrive ha suddiviso il lavoro in tre parti principali: nella prima parte si analizza la novità che la riforma ha portato nella struttura finanziaria delle società di capitali. In particolare ci si è soffermati sul fatto che attualmente le imprese sono più autonome rispetto a prima di reperire le risorse finanziarie da più fonti, sia endosocietarie che esosocietarie.

La seconda parte è concentrata sul concetto di partecipazione sociale, prerogativa specifica dei soci, e su quello di partecipatività, condizione dei soggetti che sopportano anche solo parzialmente il rischio d'impresa senza godere dello *status socii*.

La terza parte è concentrata sulla ricostruzione della disciplina degli strumenti finanziari in oggetto, in quanto il legislatore fornisce un'indicazione molto scarna rispetto a questa, lasciando diversi problemi di ordine giuridico.

I "nuovi" strumenti finanziari di partecipazione, creati con la riforma del diritto societario, si inseriscono in una posizione intermedia tra gli strumenti finanziari di capitale e di debito. Ancora molto tempo prima della riforma si è assistito allo stemperarsi della tradizionale dicotomia tra capitale di rischio e capitale di credito. Innumerevoli autori da molto tempo osservano che esiste un *fil rouge* che unisce le azioni alle obbligazioni. Iniziando il percorso analizzando le azioni ordinarie, ci sono le azioni privilegiate, le azioni privilegiate con voto limitato, le azioni di risparmio con particolari privilegi che garantiscono un rendimento quasi certo, e poi, dall'altro estremo, quindi considerando le obbligazioni pure e semplici, si trovano le obbligazioni indicizzate agli indici di borsa, le obbligazioni con rendimento legato agli utili della società emittente, le obbligazioni c.d. subordinate e le obbligazioni c.d. irredimibili. Diversi autori fanno notare come le varie categorie di azioni e di obbligazioni possono essere ordinate secondo i criteri di partecipatività e sicurezza dell'investimento e nelle posizioni medie le diverse categorie non distano troppo le une dalle altre.

Come già esposto, la riforma del diritto societario, ha esteso ulteriormente e reso più elastiche le fattispecie delle azioni e delle obbligazioni, e ha introdotto, almeno in

teoria, gli strumenti finanziari partecipativi, che nell'intenzione del legislatore sono un'innovativa forma di finanziamento, con caratteristiche ibride delle azioni e delle obbligazioni.

Nel prosieguo della trattazione si analizzerà e si cercherà di ricostruire la disciplina di tali strumenti, in una situazione di quasi totale assenza di riferimenti e definizioni normative. Il legislatore è molto chiaro ed esplicito sulla sua intenzione di attribuire alle società per azioni una struttura finanziaria più efficiente e più attrattiva di capitali, ma purtroppo non ha provveduto a dotarle di una disciplina applicabile. Lasciando molto spazio all'autonomia privata in sede di redazione o revisione dello Statuto sociale, la disciplina applicabile agli strumenti finanziari di partecipazione è quasi del tutto carente, generando questioni di tipo teorico e pratico in materia giuridica, finanziaria e contabile, visto anche la peculiarità dell'istituto in oggetto.

Tali nuovi strumenti finanziari di partecipazione costituiscono un *tertium genus* di strumento di finanziamento, che si pone in alternativa e a metà rispetto ai titoli azionari ed obbligazionari, dal contenuto normativo demandato per la quasi totalità all'autonomia statutaria della società che li emette. Quindi si può affermare che esiste una successione molto stretta tra le varie categorie di azioni e obbligazioni, senza spazi bianchi tra di loro, le cui caratteristiche si sfumano e gli strumenti finanziari di partecipazione rappresentano il punto di incontro.

La nascita di questi nuovi strumenti finanziari è dovuta alla necessità di rendere più flessibile il finanziamento delle imprese. Infatti, l'acuirsi della competizione tra imprese, a livello nazionale e soprattutto internazionale, la difficoltà dell'accesso al credito, e la necessità della diversificazione delle fonti di finanziamenti hanno reso necessaria una revisione delle possibilità di approvvigionamento finanziario delle Spa, un tentativo di incrementare la competitività delle imprese attraverso l'accesso al mercato dei capitali.

La questione che ci si pone in questa sede è se l'introduzione di questi strumenti ibridi sia sufficiente e utile a rendere le imprese italiane più attraenti nei confronti degli investitori.

Dopo questa doverosa premessa è necessario, a parere di chi scrive, ricordare i passaggi e i motivi che hanno portato alla creazione degli strumenti finanziari di partecipazione oggetto del presente scritto.

Il diritto delle società è stato oggetto di una riforma strutturale ad opera dei decreti legislativi 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6, e con le disposizioni di modifica del d.lgs. 6 febbraio

2004 n. 37 e dal d.lgs. 28 dicembre 2004 n. 310. Tali decreti legislativi hanno riformato nella sostanza il funzionamento delle società di capitali, disciplinate dal codice civile.

Si deve tenere in considerazione che la disciplina precedente alla riforma portava ad una certa rigidità di funzionamento delle società e, dal punto di vista finanziario, le società tendevano ad un eccessivo indebitamento bancario e ricorso alle risorse finanziarie dei soci, piuttosto che l'utilizzo di capitali di terzi. Questo fatto ha portato alla standardizzazione finanziaria delle società, che si sono ritrovate incapaci di cogliere tutte le opportunità del mercato globale, e rendendo così praticamente insostenibile la concorrenza con le imprese straniere.

Tutte le tutele offerte ai terzi e la limitazione del rischio finanziario, hanno creato un sistema garantista e sicuro ma molto rigido, caratterizzato da norme imperative, attente a tutelare l'ordine pubblico economico in ogni momento della vita societaria dalla fase di costituzione a quella di liquidazione.

In particolare, si ricorda che il sistema di finanziamento della s.p.a. contenuto nel codice civile precedente alla riforma prevedeva che i mezzi di finanziamento della società fossero forniti in prima battuta dai soci coinvolti nell'esercizio dell'impresa (soci imprenditori) e poi le società potessero usufruire del finanziamento bancario per reperire le risorse che i soci (o comunque l'impresa in sede di autofinanziamento) non erano in grado di conferire.

Era invece posta in secondo piano l'idea che la s.p.a. potesse ottenere i mezzi finanziari da soggetti non bancari e non interessati ad intervenire alla gestione dell'attività sociale, ma interessati solo ad un investimento.

Questa struttura finanziaria delle società di capitali poteva già essere messa in discussione negli anni Sessanta, periodo in cui le imprese italiane, quasi totalmente dipendenti dal canale di finanziamento bancario, si sono trovate a competere con quelle comunitarie, che invece potevano emettere un ampio ventaglio di strumenti finanziari e accedere al finanziamento offerto da una più ampia platea di investitori.

Già negli anni Novanta, si è manifestata la necessità di una revisione della disciplina societaria, soprattutto in tema di finanziamento alle imprese, dato anche il crescente risparmio delle famiglie e l'internazionalizzazione dei mercati, ma tale richiesta è rimasta inascoltata e infatti, il mercato finanziario, composto da poche società quotate nei mercati regolamentati, non attraeva i capitali che continuavano ad essere indirizzati a società di

minori dimensioni e maggiore vicinanza al risparmiatore (venivano ancora privilegiati i rapporti personali e familiari della media impresa nel proprio territorio).

Nel 1998 avviene un rilevante passo avanti perché viene introdotto il d.lgs. n. 58 (Testo unico dell'intermediazione finanziaria e creditizia) che ristrutturava la regolamentazione delle società quotate nei mercati regolamentati, tutelando le minoranze, e ridefinisce la disciplina del mercato finanziario. L'introduzione del TUF ha riallineato il sistema finanziario italiano a quello degli altri Paesi industrializzati e la riforma del diritto societario si inserisce proprio nella direzione di lasciare maggiore autonomia alle imprese di auto-organizzarsi anche sotto il profilo dell'approvvigionamento delle risorse finanziarie.

E' riconosciuto, infatti, da diverse fonti, che un sistema giuridico chiaro, efficiente ed elastico è uno dei fattori di sviluppo più importante per l'economia nel suo complesso e per le imprese in particolare. Il diritto societario è stato riformato per strutturare imprese efficienti nella gestione e per tutelare in ogni caso gli azionisti, anche quelli di minoranza, e tutti i finanziatori terzi.

Le imprese dimostrano necessità di finanziamento sempre crescenti e sempre più diversificate e questo ha indicato al legislatore di prevedere nuovi strumenti di finanziamento, con l'obiettivo di favorire la costituzione e lo sviluppo di nuove imprese, anche attraverso un accesso più facile e libero al mercato dei capitali.

La legge delega n.366 del 2001, legge che detta i principi ed i criteri direttivi al legislatore delegato, pone l'obiettivo di "favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese" e di "valorizzare il carattere imprenditoriale della società" (art. 2 lett. a e b). Una delle questioni su cui verte la riforma del diritto societario è il riconoscimento dell'importanza dell'autonomia privata. La norma imposta dal legislatore si giustifica quando è volta a tutelare gli interessi fondamentali della società, che non potrebbero essere tutelati in altro modo. Tale modo di intendere l'autonomia privata è diversa sia dal liberalismo tipico del pensiero dell'Ottocento, che presuppone l'obbligo dell'assenza di regole, sia dal dirigismo, secondo il cui pensiero si assicura l'ordine pubblico solo attraverso norme imperative che regolano ogni aspetto della vita. Il nuovo trend legislativo è che il diritto deve essere al servizio delle imprese, contribuendo allo sviluppo e alla competitività, e comunque garantendo un adeguato livello di tutela dell'interesse pubblico.

Il legislatore, attraverso la riforma societaria, ha introdotto alcune leggi volte alla riorganizzazione del finanziamento d'impresa attraverso la creazione di azioni correlate, postergate, senza diritto di voto, con voto limitato a specifici argomenti, senza valore

nominale, strumenti finanziari partecipativi (anche a patrimoni dedicati) e strumenti finanziari non partecipativi. La ristrutturazione e l'ampliamento che il legislatore ha previsto per i titoli emettabili danno la possibilità di customizzare la struttura della società per azioni e di ampliare le possibilità del mercato per il reperimento di capitale di rischio e di credito.

L'oggetto della riforma è stato, più che il contratto sociale e il funzionamento degli organi societari, in modo particolare la struttura di finanziamento dell'impresa. L'obiettivo principale è stato quello di utilizzare nuove fonti di finanziamento e di ampliarne i possibili utilizzi in società, al fine di favorirne l'efficienza e la competitività tra imprese.¹

Il modello della s.p.a. è pensato per le imprese più strutturate, perché è quello che permette di collocare strumenti finanziari presso il pubblico di risparmiatori sul mercato dei capitali.

A tal proposito, gli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346 ultimo comma c.c. costituiscono una novità di non poco conto dal punto di vista operativo e sistematico e sono stati introdotti in occasione della riforma del diritto societario in attuazione dell'art. 4, comma 6, lettera c) della legge delega l. n. 366 del 3 ottobre 2001.

Come già esposto, nel sistema ante riforma le due fonti di finanziamento erano l'azione e l'obbligazione, categorie ben distinte con caratteristiche profondamente diverse se analizzate nella loro accezione originaria. Nel corso del tempo si sono aggiunte varie tipologie di azioni e di obbligazioni che hanno reso i confini meno netti.

Dopo la riforma del diritto societario è stata introdotta questa nuova fattispecie, che si pone in una posizione intermedia rispetto ad azioni e obbligazioni tout court, il cui perimetro legislativo e la disciplina specifica non sono dettagliati, lasciando all'interprete degli articoli del codice civile e soprattutto all'autonomia privata il compito di delineare e costruire gli stessi.

I dettagli poco precisi di questo strumento finanziario e la sua conseguente elasticità, che di fatto può essere gestita dall'autonomia statutaria, possono creare un terreno di concorrenza in sede di approvvigionamento di risorse finanziarie tra azioni, strumenti finanziari di partecipazione e obbligazioni e quindi contribuire ad un notevole cambiamento di struttura finanziaria della S.p.a.

Il legislatore italiano della riforma ha sicuramente attinto questa nuova figura giuridica da altri ordinamenti europei. Si trovano delle affinità con i Genubrechte tedeschi,

¹ G.CAGNONI E A. CAGNONI (2004), *Conferimenti e apporti nelle società di capitali*, Milano, pag. 23

le parts bénéficiaires belga e il Mezzanine Kapital; tali figure giuridiche si prestano con duttilità ad operazioni di private equity proprio per porsi in una posizione intermedia tra debt ed equity.

L'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi pone dei problemi di ricognizione teorica della disciplina. A parere di chi scrive, è opportuno individuare i diritti amministrativi di cui si parla all'art. 2346, ultimo comma, c.c. e all'art. 2351, ultimo comma, c.c. che lo statuto può attribuire a chi detiene tali strumenti.

Dapprima è necessario analizzare ciò che ha stabilito il legislatore: gli strumenti finanziari partecipativi possono essere dotati di "diritti patrimoniali e anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti" ma tali 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 e del consiglio di sorveglianza o di un sindaco".

Da questi dettami legislativi nascono due ordini di questioni.

-quali diritti amministrativi possono essere previsti per gli strumenti finanziari partecipativi, in più rispetto a quelli già designati nel corpo della norma e

- quali previsioni statutarie ci possono essere per garantire il diritto di voto al di fuori dell'assemblea generali dei soci pur nella continuità della gestione della società.

Soprattutto per la seconda questione si osserva lo scardinamento del paradigma valido fino a prima della riforma secondo il quale i diritti amministrativi sono appannaggio esclusivo degli investitori-soci. Lo statuto, infatti, può prevedere altri diritti amministrativi che conferiscono ai soggetti titolari di strumenti finanziari di partecipazione la partecipazione ad alcune decisioni e quindi l'influenza sull'andamento della gestione sociale. Si tratta di un'influenza più debole rispetto a quella di un socio azionista, ma pur sempre paragonabile a quella degli obbligazionisti subordinati.

La portata innovativa dell'introduzione degli strumenti finanziari di partecipazione nell'ordinamento italiano è la svolta potenzialmente possibile nelle operazioni di private equity e del venture capital: se c'è la possibilità di controllo o influenza sulla vita societaria è più facile attrarre capitali sotto varie forme. In questo senso un'espansione delle

possibilità di private equity o venture capital può rappresentare una soluzione per il problema dell'accesso al finanziamento e al credito delle piccole e medie imprese italiane.

Secondo vari studiosi gli strumenti finanziari partecipativi oggetto della trattazione vanno intesi come un modo per diversificare l'investimento per i soggetti che li detengono e come una fonte di finanziamento aggiuntiva o alternativa ai canali classici (soci, banche, leasing). Il concetto di strumento finanziario partecipativo introdotto dall'art. 2346, ultimo comma, c.c. si discosta per alcuni aspetti dalla definizione di strumento finanziario del T.U.F. in primo luogo perché lo strumento finanziario codicistico è stato introdotto come canale di finanziamento per la piccola e media impresa mentre gli strumenti finanziari di cui al T.U.F. sono disciplinati per il mercato finanziario e la loro libera e agevole circolazione e la negoziabilità sui mercati li rendono adatti a operazioni di massa. Differentemente, gli strumenti finanziari di partecipazione non necessariamente sono costruiti per la circolazione, che è un elemento accidentale (può essere prevista, secondo quanto dispone la norma), sono emessi in modo mirato e su misura per operazioni ben definite e con operatori individuati. In determinati casi l'emissione di strumenti finanziari partecipativi avviene in seguito a rapporti intuitu personae, per cui il soggetto che li detiene non può alienarli o può farlo solo con soggetti con adeguate caratteristiche. Infatti il decreto di coordinamento tra la riforma del diritto societario, il T.U.F. e il T.U.B. (D. Lgs. n. 37 del 6 febbraio 2004) ricomprende nella definizione di strumento finanziario per la disciplina dei mercati finanziari gli strumenti finanziari di partecipazione solo se sono negoziabili sul mercato dei capitali.

E' da tenere in considerazione che gli strumenti finanziari per il mercato sono emessi solo a fronte di denaro, mentre per gli strumenti finanziari partecipativi si possono apportare denaro, beni in natura, opere o servizi. E' sufficiente il rapporto sinallagmatico tra l'apporto, in ogni caso mai imputato a capitale, da parte di un soggetto e l'emissione del relativo strumento finanziario da parte della società. E' doveroso sottolineare che, anche qualora l'apporto consista in denaro o beni in natura, di per sé imputabili a capitale, per evitare che i detentori di strumenti finanziari di partecipazione sopportino un rischio superiore a quello degli azionisti.

Analizzando gli strumenti finanziari di partecipazione dal punto di vista dei diritti patrimoniali che ne discendono in prima battuta si potrebbe concludere che questi devono essere sempre previsti, in quanto rappresentano la causa dell'operazione economica

sottostante all'emissione degli stessi . L'investitore in strumenti finanziari di partecipazione acquisisce dei diritti tipici anche della partecipazione alla società (pur non potendo sovrapporre la propria posizione a quella del socio) come l'obbligo da parte della società alla restituzione della somma versata o al recupero secondo diverse modalità del valore della prestazione o dei servizi resi. Altri diritti patrimoniali possono essere anche il diritto agli utili e la liquidazione del proprio apporto in sede di liquidazione della società. Se il diritto alla restituzione del valore dell'apporto non è previsto statutariamente e quindi il sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione si carica del rischio d'impresa, in ogni caso il rapporto non può configurarsi né come una partecipazione sociale, come più volte già evidenziato, perché l'apporto non può in nessun caso essere imputato a capitale, né come prestito, in quanto la restituzione dell'apporto stesso avrebbe carattere di obbligatorietà per la società.

CAPITOLO II

PARTECIPAZIONE SOCIALE E PARTECIPATIVITA'

Uno degli elementi distintivi degli strumenti finanziari di partecipazione è proprio l'attitudine del titolo a riservare a chi ne è titolare la partecipazione alla società. Di seguito si propone un ragionamento per individuare l'ampiezza dei poteri dei possessori di tali strumenti.

Per prima cosa, a parere di chi scrive, è utile individuare una prima definizione di *partecipazione sociale* per poi verificare se possa essere assunta a fini che interessano in sede di discussione sugli strumenti finanziari di partecipazione ex art. 2346 6 comma c.c.

Nell'ambito del codice civile la partecipazione sociale è richiamata varie volte dal legislatore in vari ambiti (partecipazione agli utili o alle perdite, partecipazione alla gestione, partecipazione all'assemblea o partecipazione al singolo affare). Vengono richiamare situazioni anche molto diverse tra loro che derivano da ben determinati atti giuridici quali la sottoscrizione di azioni (che conferisce lo status socii) o l'associazione in partecipazione. In quest'ultimo caso, come più avanti nella trattazione si avrà modo di approfondire, l'associante è coinvolto nella partecipazione agli utili o alle perdite di un determinato ramo aziendale distinguibile nel patrimonio e nell'organizzazione della società.

Autori autorevoli² riconoscono che la partecipazione può essere intesa anche come la posizione di chi è coinvolto al rischio d'impresa, nel caso in cui la restituzione totale o parziale del valore degli strumenti finanziari sottoscritti sia subordinata dal risultato economico generale o di un ramo specifico della società o altri³ asseriscono che la partecipazione sia il riconoscimento di specifici diritti in capo ai soggetti possessori di strumenti finanziari.

² G. BRANCADORO, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005, pag 153

³ G. MIGNONE, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° comma dell'art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza, 2003-2009*, Bologna, 2009, pag. 141

S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, 2005, pag. 99

La partecipazione societaria, intesa come la situazione giuridica per cui uno o più soggetti sostengono il rischio d'impresa, percepiscono i dividendi sugli utili o sopportano le perdite, compongono l'assemblea che è l'organo competente ad assumere alcune decisioni che riguardano la vita sociale, deriva dalla sottoscrizione di azioni ed è l'essenza stessa dello *status socii* ma non è la situazione che qui interessa.

Infatti, la natura degli strumenti finanziari di partecipazione è ibrida in quanto può prevedere elementi tipici dello *status socii* senza conferire a chi li ha sottoscritti tutti i diritti specifici degli azionisti.

Se si vuole individuare la nozione di *partecipazione sociale* partendo da ciò che il codice civile prevede, non si evince una definizione precisa ma si delinea un'area in cui si ritrovano diritti e doveri tipici degli azionisti ma non di loro esclusivo appannaggio⁴.

Dato lo scopo della presente riflessione, a parere di chi scrive, è preferibile giungere ad una possibile definizione di *partecipazione sociale* per sottrazione, escludendo quello che sicuramente non include.

Ad esempio, se si analizza l'istituto giuridico della partecipazione al singolo affare, la partecipazione è usata nell'accezione di diritto di ottenere dalla società stessa parte o tutto del risultato economico di un determinato ramo dell'azienda, identificabile anche dal punto di vista patrimoniale nell'ambito della totalità dell'azienda.⁵

Analizzando i locus giuridici in cui il termine "partecipazione" o "partecipatività" sono utilizzati si possono enumerare diverse sfumature, ad esempio quando si parla di "diritti di partecipazione" all'art. 2347 primo comma e di "associazione in partecipazione" all'art. 2549. Tuttavia si possono individuare due usi principali del concetto. Uno che racchiude il significato di diritto al risultato economico e alla distribuzione dei relativi dividendi e di accettazione del rischio imprenditoriale (artt. 2265 e 2289 terzo comma) come nel caso degli strumenti finanziari il cui la restituzione del montante o il riconoscimento degli interessi sono subordinati al risultato economico dell'attività sottostante. L'altro indica il diritto e il dovere dell'assunzione di decisioni inerenti la vita sociale (artt. 2261 e 2294) e anche per chi non è socio azionista rappresenta la situazione giuridica soggettiva che gli

4 T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca borsa*, Milano, 1955, pag. 67
G.C. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, pag. 95

5 Art 2447 ter codice civile

riconosce determinati diritti corporativi pur non avendo sottoscritto quote di capitale sociale⁶.

Dal momento che il legislatore nell'articolo oggetto di analisi non ha specificato che i diritti di cui parla sono patrimoniali o amministrativi, se ne può dedurre che tale decisione sia rimessa all'autonomia privata in sede di redazione dello statuto societario, sempre tenendo in considerazione che la posizione del titolare degli strumenti finanziari di partecipazione non può mai coincidere con quella del socio, altrimenti verrebbe a mancare l'essenza stessa dello status socii⁷ e con la posizione endosocietaria dell'associante in partecipazione, che ha un diritto di controllo ma non di immistione nella gestione della società.

Data la difficoltà oggettività di enucleare il concetto di "partecipazione" tout court, che si preferisce associare alla posizione "pura" del socio azionista sottoscrittore di capitale sociale, autorevoli autori⁸ ricorrono al concetto di "partecipatività", categoria in cui rientrano le posizioni soggettive dei possessori di strumenti finanziari partecipativi a cui si riconoscono diritti patrimoniali e diritti amministrativi, ma non la totalità di quelli riconosciuti ai soci. E' importante, a parere di chi scrive, tracciare un confine più delineato e tipizzato possibile tra il conferimento che costituisce capitale di rischio e l'apporto che costituisce capitale di debito e ovviamente i soggetti che rispettivamente li effettuano, questo per non svilire la posizione del socio, che deve avere l'appannaggio esclusivo di alcune decisioni sulla vita societaria (nomina e controllo di amministratori e organi di controllo, azioni contro gli stessi, decisioni sulla distribuzione dei dividendi...) e per conservare la garanzia che il capitale sociale con le riserve indisponibili abbia la funzione di tutelare i creditori.

In questo modo vengono riconosciuti i vari utilizzi della parola "partecipazione", che per il fatto che non abbia una definizione univoca nell'ambito del codice civile, può essere considerata come un'area in cui rientrano tanti diritti soggettivi, anche di diversa natura.⁹ In ogni situazione specifica, lo statuto sociale, espressione di autonomia contrattuale privata,

6 S. PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992, pag. 15

7 V. BUONOCORE, *Le situazioni giuridiche dell'azionista*, Napoli, 1960, pag. 74

F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, pag. 159

A. MIGNOLI, *Le partecipazioni agli utili nelle società di capitali*, Milano, 1966, pag. 210

G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, pag. 311

L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997, pag. 19 e seguenti

M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2008, pag. 195

8 N. ABRIANI, G. MIGNONE, E. SORCI, C. ANGELICI, T. ASCARELLI, opera cit

9 A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella S.p.A.*, Torino, 2012

sancisce quali di questi diritti sono da attribuire ai sottoscrittori di strumenti finanziari di partecipazione.

Uno degli aspetti fondamentali della partecipazione societaria è il godimento di una percentuale dell'utile derivante dalla gestione imprenditoriale, a cui i soci hanno diritto in relazione al loro precedente conferimento in sede di sottoscrizione e acquisto di azioni che rappresentano il capitale, come disposto dall'art. 2247, salvo la deroga prevista dall'art. 2346, quarto comma.¹⁰

La partecipazione si esprime anche sull'attività di impresa, perché i diritti amministrativi autorizzano i soggetti detentori di azioni o di strumenti finanziari partecipativi a partecipare alle procedure decisionali, solitamente in comune con altri soggetti, titolari degli stessi diritti. Un esempio lampante della partecipazione intesa come esercizio in comune del procedimento decisionale dell'attività di impresa è quello delle società cooperative. Lo scopo di questo tipo di società è l'utile d'esercizio attraverso lo svolgimento dell'attività sociale ma l'azione della società cooperativa può non conferire il diritto alla distribuzione dei dividendi. Il socio di questo tipo di cooperativa partecipa alla società a tutti gli effetti, pur non percependo dividendi, in quanto gode di altre utilità di tipo economico rinvenibili nel contratto sociale (ad esempio condizioni vantaggiose nella fruizioni dei servizi offerti dalla società).

Il termine partecipazione è intrinsecamente legato al concetto di esercizio in comune delle decisioni che riguardano la vita sociale in quanto ogni socio contribuisce o partecipa alla formazione della volontà dell'assemblea, organo preposto a definire le linee di gestione aziendale. L'esercizio in comune dei diritti ha carattere di essenzialità¹¹ in quanto i soggetti titolari di diritti amministrativi e con poteri decisionali sono di regola una pluralità. A parere di chi scrive è utile sottolineare che le procedure decisionali sopra menzionate non coincidono con l'amministrazione e la gestione della società, che potrebbero essere affidate a soggetti esterni, non necessariamente plurali, che non detengono capitale sociale, dotati di riconosciute capacità professionali, il cui compito è quello di assicurare il raggiungimento dell'oggetto societario.

10 M. ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale*, in *Rivista di diritto civile*, 2007, pag 228

11 D. PREITE, *Associazione in partecipazione e società: una distinzione difficile*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1982, pag 415

2.1 Partecipazione patrimoniale

La partecipazione patrimoniale è l'insieme di diritti inerenti la restituzione e la remunerazione di quanto apportato, assoggettato al rischio d'impresa, per cui la corresponsione da parte della società al socio, all'investitore o al creditore dipende dall'andamento economico della società stessa. Il soggetto che ha effettuato l'apporto, a qualsiasi titolo, conosce la possibilità che lo stesso sia passibile di detrimento per due ordini di ragioni. Una è il danno emergente configurabile come la perdita d'esercizio che va ad intaccare il capitale sociale, per cui chi è entrato nell'assetto societario vede perso, totalmente o parzialmente, il proprio investimento e l'altra è il lucro cessante, che è il caso in cui la società non realizza utili distribuibili ex art. 2433 c.c. (che al 2° comma prescrive che "non possono essere pagati dividendi sulle azioni, se non per utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato." e al 3° comma che "Se si verifica una perdita del capitale sociale, non può farsi luogo a ripartizione di utili fino a che il capitale non sia reintegrato o ridotto in misura corrispondente.").

Il presente ragionamento è applicabile alle azioni, mentre, per gli strumenti obbligazionari e per quelli ad essi comparati, è necessario procedere ad ulteriori distinzioni. Se si considerano le obbligazioni *tout court*, queste non sono sottoposte ad alcun rischio nella situazione fisiologica della vita dell'impresa, infatti sono contrattualmente garantite sia la restituzione del montante, sia la sua remunerazione ad tasso d'interesse pattuito. Quindi, in una situazione di continuità dell'attività economica non possono configurarsi le situazioni di danno emergente e lucro cessante (ipotesi invece sempre configurabili nel caso patologico di default dell'impresa).

A questo punto si prendono in considerazione le obbligazioni partecipanti, garantite sotto il profilo del montante (dal momento che il capitale è garantito non si configura la fattispecie del danno emergente) e partecipanti al rischio dal punto di vista della remunerazione periodica, corrisposta a seconda dell'andamento economico della società (può configurarsi l'ipotesi di lucro cessante se la società non realizza utili distribuibili). Tali strumenti sono disciplinati dall'art. 2411 c.c. che regola i diritti degli obbligazionisti e qualifica come obbligazione lo strumento finanziario, comunque denominato, che garantisce la restituzione del capitale, rientrando nella *causa mutui*. In tal caso, l'obbligazionista sa che la remunerazione del capitale investito non è determinabile a priori ma è soggetto all'alea

dell'andamento economico della società. Secondo interpretazioni di autori autorevoli¹² nel caso in cui la restituzione dell'investimento è garantita e certa ci si trova in presenza di obbligazioni, dove questo elemento manca si applica l'art. 2411 c.c. per cui "il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società. I tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società. La disciplina della presente sezione si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società".

Secondo alcuni autori¹³, le categorie di strumenti finanziari appena menzionate non rientrano nel caso della "partecipazione" in quanto c'è la certezza della restituzione del montante nei tempi e nei modi. Si può identificare un primo elemento della nozione di partecipatività quando il parametro di riferimento per la determinazione della remunerazione è l'andamento economico della società.

Giusto per completezza, chi scrive ritiene opportuno specificare che se il parametro di riferimento per la determinazione della remunerazione delle obbligazioni è esterno alla società (indicizzazione all'andamento di valuta estera, andamento di un determinato settore economico...), non si può in alcun modo parlare di obbligazioni partecipanti.

Come ulteriore fattispecie di obbligazione, si analizza in questa sede l'ipotesi delle obbligazioni irredimibili¹⁴, estese dal settore bancario anche agli altri settori, caratterizzate dalla durata di lungo termine come suggerisce la stessa denominazione. Le obbligazioni irredimibili costituiscono un debito per la società che le emette e rientrano nella *causa mutui*, seppure i tempi del rimborso sono estremamente lunghi. Va specificato che non concorrono al rischio d'impresa e che al momento della sottoscrizione di tali strumenti c'è la certezza pattizia che la restituzione del montante non è dipendente dalla situazione economica della società, motivo per cui non possono essere annoverate tra gli strumenti partecipativi.

A questo punto, se si considerano gli strumenti finanziari comunque denominati, a cui si applica il già citato terzo comma dell'art. 2411 c.c., il cui rimborso nei tempi e nell'entità è

12 G. FERRI, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, pag 222

13 A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria*, op. citata

14 M. LAMANDINI, *"Perpetual notes" e titoli obbligazionaria lunga o lunghissima scadenza*, in *Banca borsa*, 1991, pag. 15

condizionato dall'andamento economico della società, sono necessarie alcune considerazioni.

Innanzitutto, la disciplina delle obbligazioni (Sezione VII del Capo riservato alle Società per Azioni) è applicabile a condizione che la remunerazione dipenda da fattori interni alla società e in particolare al suo andamento economico. Pare importante sottolineare che tali strumenti finanziari, potrebbero non essere obbligazioni ma hanno la caratteristica di condizionare "i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società" e per questo rientrano nell'ambito di applicazione della disciplina obbligazionaria. Alcuni autori¹⁵ hanno individuato la bipartizione delle obbligazioni in senso tipologico, cioè questi strumenti finanziari che garantiscono la restituzione del montante nell'entità, nei tempi e nei modi e obbligazioni in senso normativo, ad indicare gli strumenti finanziari non obbligazionari in quanto manca la certezza della restituzione di quanto investito, ma a cui si applica la disciplina relativa alle obbligazioni.

Analizzando il terzo comma dell'art. 2411 c.c. si evince che il rimborso del montante, condizionato dall'andamento della società, può essere incerto sulla base dell'entità (il rimborso può essere parziale, non è determinabile a priori l'entità della remunerazione che sarà corrisposta) e sulla base della tempistica (non è certo che la scadenza dello strumento finanziario sia rispettata, cioè se a quella data la società riuscirà a corrispondere all'investitore la somma concordata). L'incertezza può essere anche solo su uno dei due aspetti, entità e tempistica, sulla base della ratio che pare avere la norma. L'intento del legislatore, infatti, è quello di tutelare gli investitori nel caso di incertezza dei tempi e dei modi del rientro dell'investimento, estendendo il più possibile l'ambito applicativo del 3° comma dell'art. 2411 c.c.

Se non ci sono dubbi sul fatto che gli strumenti di cui sia incerto il rimborso siano partecipativi, il dibattito dottrinale verte sulla questione se gli strumenti incerti solo sulla tempistica del rimborso possano essere considerati partecipativi. In questo caso non si configura l'ipotesi né del danno emergente, né del lucro cessante ma l'investimento ha una dilazione più lunga di quella prevista dipendente dall'andamento sfavorevole della società che posticipa le uscite finanziarie. Se si considera che il mancato pagamento del

15 T. ASCARELLI, *Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V libro IV del nostro codice*, in *Banca borsa*, 1954

F. MARTORANO, *Titoli di credito. Titoli non dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2002

G. FERRI, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, pag. 164

montante o degli interessi al momento pattuito comporti la rinuncia ad effettuare nuovi investimenti, si configura l'ipotesi di lucro cessante e quindi si può affermare che il sottoscrittore di tali strumenti finanziari partecipi al rischio d'impresa, seppure in misura minore rispetto ai soggetti che rischiano il montante stesso.

Un'ulteriore considerazione si può fare sul fatto che nell'intervallo di tempo che trascorre tra la naturale scadenza dello strumento finanziario e il momento in cui avviene il pagamento del montante o degli interessi al suo sottoscrittore, la società riconosce a quest'ultimo degli interessi aggiuntivi e più alti di quelli concordati pattizamente.¹⁶

Questo ragionamento permette di distinguere un elemento essenziale della partecipatività, e cioè che chi sottoscrive uno strumento di partecipazione sopporta il rischio del detrimento di quanto apportato a diverso titolo.

Gli strumenti finanziari di partecipazione implicano la possibilità di subire o beneficiare dell'andamento economico della società anche dal punto di vista del montante investito non solo per quanto attiene gli interessi da percepire e questa caratteristica li rende una categoria autonoma rispetto alle obbligazioni, che potrebbero essere dotate comunque di un limitato grado di partecipatività.

Se il rimborso degli strumenti finanziari di partecipazione è sensibile all'andamento economico della società, si esclude a priori la configurazione di questi come strumenti obbligazionari, pur essendo assoggettati alla normativa delle obbligazioni, in forza del 3° comma dell'art. 2411 c.c.

Ciò che, a parere di chi scrive, è importante evidenziare, è che il legislatore intende porre in essere una restrizione formale del campo delle obbligazioni pure, pur estendendone l'ambito di applicazione della disciplina, al di là della qualificazione formale di obbligazione rispetto ai titoli sensibili all'andamento economico della società sotto il profilo della remunerazione del montante. Si è già osservato come in dottrina¹⁷ si qualifichi l'obbligazione pura come "obbligazione in senso tipologico", perché il carattere essenziale ed esclusivo è la restituzione sicura di quanto investito.

16 A. GIANELLI, *sub art. 2411*, in *Commentario alla riforma delle società*, op. citata

E. LA SALA, F. BRUNO, *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, Milano 2009, pag. 15

17 G. FERRI, *Il finanziamento societario: profili di qualificazione*, in *Rivista del notariato*, 2002

Secondo diversi autori, se il legislatore ha effettuato la scelta di equiparare gli strumenti finanziari di partecipazione alle obbligazioni sotto il profilo della disciplina è per lasciare maggiore unitarietà legislativa delle preesistenti categorie di azioni e obbligazioni, lasciando maggiore spazio di autonomia agli strumenti finanziari di partecipazione. Analizzando gli strumenti di finanziamento della società per azioni, ci sono i due estremi di azioni e obbligazioni, categorie che prevedono discipline precise e ben distinte (in realtà un possibile punto di incontro è rappresentato dalle azioni senza diritto di voto nel campo azionario e le obbligazioni convertibili in azioni in campo obbligazionario). Tali categorie sono autonome dal punto di vista giuridico in quanto non ci sono richiami normativi tra l'una e l'altra.

Per completezza in tema di partecipazione patrimoniale, si ritiene opportuno richiamare la fattispecie dell'associazione in partecipazione disciplinata dall'art. 2549 c.c. ("Con il contratto di associazione in partecipazione l'associante attribuisce all'associato una partecipazione agli utili della sua impresa o di uno o più affari verso il corrispettivo di un determinato apporto.") in cui l'essenza stessa dell'istituto giuridico è la partecipazione degli utili dell'impresa in seguito ad un determinato apporto.

2.2 Partecipazione amministrativa

Un altro aspetto della partecipazione è costituito dalla partecipazione amministrativa, cioè tutto il corpus di diritti del titolare di strumenti finanziari di partecipare alle decisioni che riguardano la vita societaria e le azioni di tutela a disposizione dei soggetti che vogliono salvaguardare l'interesse sociale.

Su tale argomento una parte della dottrina¹⁸, con la quale chi scrive concorda, ritiene che i diritti amministrativi non siano un "bene", ossia la finalità di un investimento ma solo un mezzo per tutelare determinati interessi patrimoniali. Altri autori aggiungono che, per quanto il riconoscimento di diritti amministrativi abbia una funzione di garanzia di interessi patrimoniali, questa garanzia non si esplicita per forza in interessi patrimoniali partecipativi per cui l'interesse del sottoscrittore dell'investimento al mantenimento dell'investimento si manifesta nel momento in cui l'investimento stesso è sensibile alle vicende societarie ma

18 E. SORCI, *Contributo alla ricostruzione della fattispecie "strumento finanziario partecipativo" (uno, nessuno, centomila?)*, in *Banca borsa*, 2009, pag 89

R. TETI, *Il rapporto partecipativo tra passato e presente: riflessioni a margine di un libro recente*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2008, pag. 21

R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006, pag. 213

può manifestarsi anche nel caso di un'obbligazione classica. In quest'ultimo caso, l'obiettivo dell'investitore è preservare l'impresa dal caso di default, ipotesi in cui la restituzione dell'apporto sarebbe molto problematica e anche poco probabile. I diritti amministrativi potrebbero, quindi, avere una funzione protettiva verso l'investimento tramite l'informazione, il voto, le azioni che si possono intraprendere contro le decisioni dell'assemblea o contro gli amministratori, l'ispezione dei libri sociali, etc.

Ovviamente, anche in tema di diritti amministrativi deve delinarsi un confine comunque molto netto tra azionisti e detentori di strumenti finanziari di partecipazione. Tra gli autori della dottrina¹⁹ c'è chi sostiene che nel caso delle azioni, ogni singolo socio ha un diritto amministrativo "naturale" e che la maggioranza dei soci che rappresenti più del 50% del capitale ha un potere illimitato sulla vita della società. Nel caso dei diritti amministrativi attribuiti ai titolari degli strumenti finanziari di partecipazione, questi devono essere per forza eventuali e limitati.

Ancora una volta in materia di strumenti finanziari di partecipazione, la ricostruzione della disciplina non è agevole, anche in argomento di diritti amministrativi. Nel codice civile, infatti, non si trova una definizione univoca di "diritto amministrativo" ma tale espressione è usata in diversi articoli, a partire dall'art. 2346 (in cui il legislatore ammette la possibilità di riconoscere anche diritti amministrativi ai sottoscrittori di strumenti finanziari di partecipazione), art. 2349 (in cui anche diritti amministrativi possono essere riconosciuti agli strumenti finanziari assegnati ai prestatori di lavoro, escluso il diritto di voto nell'assemblea degli azionisti), art. 2352 (in materia di pegno, usufrutto e sequestro delle azioni, i diritti amministrativi menzionati nell'articolo sono il diritto di voto e il diritto di opzione), art. 2376 (in materia di assemblee speciali per i titolari di categorie diverse di opzione e di strumenti finanziari di partecipazione che conferiscano diritti amministrativi, volte a tutelare da deliberazioni assembleari dei soci che pregiudicano i diritti delle altre categorie sopra menzionate), art. 2526 (in materia di diritti amministrativi che possono essere attribuiti dall'atto costitutivo ai possessori di strumenti finanziari nelle società cooperative). Infine anche l'art. 1 comma 6 bis del D. Lgs. 58/1998 TUF indica che "per partecipazioni si intendono le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi...".

19 N. ABRIANI, *Sez V. Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi. Introduzione, in Il nuovo diritto societario. Commento al d.lgs 17 gennaio 2003 n. 6 e d. lgs 17 gennaio 2003 n. 5 e d. lgs. 11 aprile 2002 n. 61*, Bologna, 2004

Non essendoci una definizione univoca di diritti amministrativi, e soprattutto in relazione agli strumenti finanziari di partecipazione, è necessario analizzarli nella disciplina delle azioni e poi ricavare delle considerazioni per analogia. Negli articoli più significativi in materia di strumenti finanziari di partecipazione i diritti amministrativi sono menzionati, e si nota una corrispondenza per la quale ogni volta che gli stessi sono previsti o attribuiti, i relativi strumenti finanziari sono partecipativi²⁰. Quindi se uno strumento conferisce a chi lo detiene uno o più diritti amministrativi, tale strumento è certamente partecipativo, di natura azionaria o ibrida.

Se si vuole abbozzare una definizione di diritto amministrativo è necessario procedere in negativo, a partire da ciò che non è diritto patrimoniale e poi ricercando tutte le situazioni giuridiche facenti capo al socio singolo, tenendo in considerazione il fatto che ci sono dei diritti misti patrimoniali ed amministrativi come il diritto di recesso²¹ (è l'istituto che può utilizzare un socio di minoranza per tutelarsi e contemporaneamente ha un impatto patrimoniale per quanto riguarda la liquidazione della quota) o il diritto di opzione (usato dal socio che non vuole vedere la propria posizione retrocessa in minoranza e che ha un impatto patrimoniale sull'acquisto delle azioni).

Dal momento che il legislatore non dà una definizione precisa del concetto di diritto amministrativo, questa si presta ad essere elastica, perché i diritti amministrativi sono individuati dalla normativa del codice civile ma potrebbero trovare origine anche dall'atto costitutivo o dallo statuto della singola società, avendo lasciato il legislatore della riforma ampia autonomia negoziale. In generale, però, si parla di diritto di voto su argomenti individuati ex ante, e diritto di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Inoltre, è da notare che tali diritti, comunque spettanti ai soci, non sono prerogativa del singolo socio, ma della collettività dei soci, che si esprime in maggioranza. Si può arrivare ad affermare che il singolo socio potrebbe non avere voce, ma solo i soci nel loro complesso si esprimono efficacemente e concorrono in maggioranza a raggiungere le decisioni sulla vita sociale (ad esempio nomina dei componenti dei vari organi).

20 A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria*, op. citata

21 I. MAFFEZZONI, *La legittimazione all'esercizio del diritto di recesso in caso di pegno d'azioni*, in *Rivista dei Dottori commercialisti*, 2004

Come si evince da autorevole dottrina²², il principio dell'indivisibilità dell'azione sta nel fatto che un soggetto che detenga anche solo un'azione, è titolare di una serie di posizioni soggettive, ognuna delle quali è irrinunciabile e si potrebbe affermare che la posizione dell'azionista è rappresentata da quel "fascio di diritti", per riprendere un'espressione geometrica, in cui uno senza l'altro non può esercitarsi.

Sicuramente il diritto principe della partecipazione amministrativa è il diritto di voto in assemblea (su argomenti quali nomina dei componenti dell'organo amministrativo e dell'organo di vigilanza, approvazione del bilancio d'esercizio) ed è il diritto a cui nessun socio può rinunciare e quello che, in misura minore, può avere anche il titolare di strumenti finanziari di partecipazione (nomina di un componente indipendente del consiglio d'amministrazione). In dottrina c'è chi²³ ha individuato questo diritto come la partecipazione amministrativa attiva, che indubbiamente comporta un impatto notevole della posizione dei soci sulla vita societaria, contrapponendolo alla partecipazione passiva, che presuppone delle azioni che hanno solo carattere di eventualità e che hanno una funzione di controllo della vita sociale e di autotutela del singolo socio (diritto di intervento in assemblea, diritto a richiedere il rinvio dell'assemblea, diritto a concorrere al raggiungimento della quota necessaria per l'impugnazione delle delibere assembleari invalide e di approvazione del bilancio, azione sociale di responsabilità, denuncia di irregolarità al collegio sindacale e al tribunale, ispezione dei libri sociali, presa visione di relazioni e prospetti preparati dagli amministratori e altri soggetti, esercizio del diritto di opzione e di prelazione).

Se si prendono in considerazione le obbligazioni classiche (quelle in senso tipologico) si può notare come queste non siano dotate di alcun diritto amministrativo e per questo i titolari di obbligazioni non potranno in alcun modo incidere sull'andamento della società. L'analisi della situazione dell'azionista e dell'obbligazionista è sempre funzionale a capire la posizione ibrida del titolare di strumenti finanziari di partecipazione, che può godere di un doppio livello partecipativo, patrimoniale ma anche amministrativo, anche se non può in alcun modo sovrapporsi alla posizione del socio azionista per quanto riguarda il diritto di voto in assemblea generale.

22 D'ALESSANDRO, *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Diritto commerciale*, Bologna, 2003, pag. 64

23 CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, Milano, 2006, pag. 89

Gli strumenti finanziari partecipativi, previsti dall'art. 2346 c.c. sesto comma, possono essere dotati di diritti amministrativi ma il riconoscimento e la disciplina di tali diritti è problematica, ancora una volta per la scarsità di determinazioni normative a riguardo. Infatti il diritto al voto su argomenti specificatamente indicati e la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco, sono solo degli esempi non esaustivi dei diritti che possono essere attribuiti a questi strumenti.

Dal momento che il legislatore in via esemplificativa e non esaustiva indica il voto, diritto principe dell'azionista, come uno dei diritti attribuibili agli strumenti finanziari di partecipazione, ciò implica che a detti strumenti possono essere attribuiti anche altri diritti amministrativi minori e anche di partecipazione passiva, individuati dallo statuto in forza dell'autonomia privata. Ovviamente, come esplicitato dal legislatore, il diritto di voto è "smorzato", per differenziare il titolare di strumenti finanziari di partecipazione dall'azionista, ed è quindi limitato ad argomenti specificamente indicati.

Anche la nomina di un membro indipendente del board o dell'organo di controllo, può essere considerata come una sorta di limitazione del diritto di voto, comunque riconosciuto, seppur in misura ovviamente minore. Un punto che il legislatore non ha chiarito è se l'esercizio di questo diritto di voto va esperito, se nell'assemblea generale dei soci o in un'assemblea speciale ex art. 2376 c.c.

CAPITOLO III

ANALISI DELLA DISCIPLINA

L'articolo 2346 del codice civile è posizionato all'inizio della Sezione V del Capo dedicato alla Società per Azioni, ed è dedicato alle azioni e agli altri strumenti finanziari partecipativi ed è il risultato della novellazione a seguito della riforma del diritto societario attuata con il D. Lgs n. 6 del 2003. Tale articolo, la cui rubrica è "Emissione delle azioni", al 6° e ultimo comma riporta "Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci e di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali e anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione.

La relazione alla riforma delle società di capitali spiega che "perseguendo l'obiettivo politico di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale, ma con soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e di servizi, si è espressamente ammessa la possibilità che in tal caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali e partecipativi[...]si apre così un ampio spazio per l'autonomia statutaria per definire i diritti spettanti ai possessori dei suddetti strumenti finanziari, i quali potranno essere i più vari e comprendere pertanto anche il diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in partecipazioni azionarie. In tal modo si è ricercato un punto di equilibri tra il divieto imposto dall'ordinamento comunitario e l'esigenza di consentire pure l'acquisizione alla società di valori a volte di notevole rilievo; senza però venire alla soluzione, che in altri ordinamenti è stata fonte di insuperabili difficoltà applicative e sistematiche, di ammettere l'emissione di *azioni di industria*. La soluzione adottata è in effetti economicamente equivalente a quest'ultima, ma ne supera gli specifici problemi tecnici ed appare perchè di maggiore praticabilità".

Il legislatore è stato molto chiaro e dettagliato nella spiegazione di questo aspetto della riforma ma analizzando la norme nuove o novellate la disciplina attinente agli strumenti finanziari di partecipazione risulta per niente esaustiva. Infatti l'art. 2346 uc cc introduce nel sistema italiano una novità e l'istituto degli strumenti finanziari di partecipazione, assieme alle molteplici categorie di azioni e obbligazioni introdotte dalla riforma, riconfigura in modo del tutto nuovo la struttura finanziaria delle S.p.a.

3.1 L'apporto alla società da parte dei soci o di terzi

Analizzando nel dettaglio l'articolo 2346 uc cc si trova l'espressione "apporto da parte dei soci anche di opera e servizi" come causa dell'emissione di strumenti finanziari di partecipazione.

La parola "apporto" indica il bene materiale o immateriale che il sottoscrittore di strumenti finanziari trasferisce alla società per la loro sottoscrizione, il contributo che questo soggetto (singolo o plurimo) apporta senza che ci sia una necessaria pretesa restitutoria da parte della società medesima²⁴.

In prima battuta si può assimilare tale apporto al conferimento imputato a capitale a fronte dell'emissione di azioni: il socio è creditore della società solo al momento della liquidazione di questa e il diritto del socio alla restituzione del conferimento è subordinato alla preventiva soddisfazione di tutti gli altri creditori sociali (l'articolo 2491 al secondo comma dispone infatti che "I liquidatori non possono ripartire tra i soci acconti sul risultato della liquidazione, salvo che dai bilanci risulti che la ripartizione non incide sulla disponibilità di somme idonee alla integrale e tempestiva soddisfazione dei creditori sociali; i liquidatori possono condizionare la ripartizione alla prestazione del socio di idonee garanzie").

L'apporto entra a far parte del capitale di rischio della società (contabilmente è partecipazione, alla pari del socio titolare di azioni ordinarie, matura il suo diritto restitutorio solo in caso di scioglimento della società (anche in questo caso il diritto è postergato rispetto ai creditori) o in caso di recesso (si vedrà più avanti che la restituzione di quanto apportato è subordinata alla disponibilità di riserve di patrimonio netto distribuibili)²⁵. D'altra parte dalla pur scarna normativa a riguardo si evince in modo chiaro l'autonomia dell'istituto degli strumenti finanziari di partecipazione rispetto alle obbligazioni, la cui

²⁴ M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, op. citata

²⁵ ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006, 153

natura di finanziamento *causa mutui* e quindi la conseguente pretesa restitutoria non è in discussione²⁶. A conferma di ciò, si noti che per l'emissione di obbligazioni l'articolo 2412 dispone che "la società può emettere obbligazioni [...] per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato", norma che secondo la Relazione Ministeriale è giustificata dall' "esigenza di un'equilibrata distribuzione del rischio di attività di impresa tra azionisti e obbligazionisti [...] per impedire che gli azionisti ricorrono al mercato del capitale di credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quello che rischiano in proprio".

Per quanto riguarda, invece, gli strumenti finanziari partecipativi la legge non dispone limiti quantitativi all'emissione né in valore assoluto né in percentuale rispetto al capitale sociale o a determinate poste del patrimonio netto. La dottrina interpreta questa mancanza di limiti come un elemento a favore della tesi per cui l'apporto degli strumenti in oggetto è considerato a titolo di capitale di rischio.

Dal momento che tali strumenti sono caratterizzati, come si vedrà meglio in seguito, da ampia autonomia privata, non si può escludere a priori che possano essere emessi a titolo di finanziamento, e in questo caso si applicherà la disciplina relativa alle obbligazioni, qualora sia possibile (si può configurare infatti qualche problema di coordinamento delle discipline che può essere superato dalla previsione statutaria della postergazione del credito derivante dagli strumenti finanziari di partecipazione a quello derivante dagli obbligazionisti o altri creditori sociali).

Le norme relative agli strumenti finanziari di partecipazione sono scarse, per cui lasciano molto spazio oltre all'autonomia privata, che trova nello statuto il "luogo" in cui regolamentare tale istituto, anche all'interpretazione dottrinale.

Tanti studiosi hanno rilevato punti di contatto e di differenza dell'istituto in oggetto con azioni e obbligazioni e altresì elementi di autonomia. In seguito si riporta un'analisi sintetica.²⁷

Gli strumenti finanziari di partecipazione si accomunano alle azioni perché l'apporto sottostante la loro emissione rientra nella formazione del capitale di rischio e il

26 G.F. CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali*, Torino, 2007, pag. 312

27 ABRIANI, CALVOSA, FERRI, G. GIANNELLI, GUERRERA, GUIZZI, NOTARI, PACIELLO, RESCIO, *Diritto delle società di capitali*, Bologna, 2009, pag. 142

sottoscrittore non può vantare nessuna pretesa risarcitoria se non in determinate circostanze (liquidazione della società e recesso). L'apporto degli strumenti finanziari non può, però, mai essere imputato a capitale sociale come avviene di norma per le azioni, anche perché potrebbe sostanzarsi con prestazione di opera e/o servizi. L'articolo 2342 in tema di conferimenti alla S.p.a. stabilisce che "il conferimento deve farsi in denaro [...e] non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o servizi" e l'articolo successivo spiega che, qualora lo statuto lo preveda, il conferimento si può fare in beni in natura o crediti ma l'azionista conferente deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale.

Altra differenza fondamentale è che gli strumenti finanziari di partecipazione non danno diritto alla partecipazione e voto all'assemblea generale dei soci, anche se possono essere attribuiti ai loro titolari altri diritti amministrativi (di cui si tratta più avanti).

Con l'introduzione di questo nuovo istituto si può configurare una non coincidenza di capitale proprio con il capitale di rischio: mentre il capitale proprio, nella S.p.a., è formato esclusivamente da azioni emesse a fronte di conferimento dal parte dei soci, il capitale di rischio è formato anche dagli apporti effettuati da titolari di strumenti finanziari di partecipazione e comunque viene utilizzato per il funzionamento della società e il perseguimento dell'utile sociale e su di esso non ci possono essere pretese restitutorie.

Gli strumenti finanziari di partecipazione si differenziano dalle obbligazioni principalmente perché queste vengono emesse per un'operazione di finanziamento e sono caratterizzate dalla certezza della restituzione sia nell'*an* che nel *quantum*, la remunerazione degli obbligazionisti, infatti, è certa sia per la quota capitale che per gli interessi corrisposti (magari parametrizzati ai risultati della società o a determinati eventi, ma comunque individuabili a priori) ed è stabilito contrattualmente il momento (o i momenti) in cui avverrà tale remunerazione.

La remunerazione degli strumenti finanziari di partecipazione non è menzionata dalla legge per cui si ritiene che sia l'autonomia privata a determinarla e può assumere forme varie.

In apparenza gli strumenti finanziari di partecipazione si discostano in modo netto dalle obbligazioni, essendo emessi uno per *causa societatis* e le altre *causa mutui*,²⁸

28 I. CAPELLI, *I nuovi strumenti finanziari dopo la riforma del diritto delle società di capitali*, www.eco.insubria.it, 2004

entrando l'uno a far parte del capitale di rischi della società e le altre no. Ma in realtà dopo la riforma delle società di capitali, il novellato articolo 2411 dedicato ai diritti degli obbligazionisti dispone che "il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti degli altri creditori della società. I tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società. La disciplina della presente sezione si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società". Dalla lettura di tale norma si evincono due aspetti: il primo che anche i titoli obbligazionari possono partecipare al rischio di impresa e il secondo che agli strumenti finanziari di partecipazione, che non sono dotati di un impianto normativo autonomo e dedicato, si applicano in modo analogico e qualora possibile (nel caso in cui il sottoscrittore di strumenti finanziari abbia apportato denaro), le disposizioni sulle obbligazioni.²⁹

Con riguardo al primo punto, l'indebolimento della demarcazione tra capitale di rischio e capitale di credito è stato introdotto nell'ordinamento, secondo l'intenzione del legislatore della riforma, proprio per creare più strumenti a disposizione dell'impresa per finanziarsi. In ogni caso resta un punto saldo il fatto che il credito vantato dall'obbligazionista non viene mai postergato rispetto a quello dei titolari di strumenti finanziari di partecipazione e a quello del socio, mentre il titolare di strumenti di partecipazione è equiparato al socio.

3.2 Elementi di affinità con altri istituti giuridici

Elementi di analogia dell'istituto oggetto di studio ci sono anche con l'associazione in partecipazione di cui agli articoli 2549-2554 del codice civile. Infatti l'associato in partecipazione ha diritto ad una partecipazione agli utili dell'impresa o di uno o più affari come corrispettivo di un determinato apporto (art. 2549) e, salvo patto contrario, partecipa agli utili nella stessa misura in cui partecipa alle perdite, che in ogni caso non possono superare il valore dell'apporto (art. 2553 cc). L'elemento comune è che l'apporto entra a far parte del capitale di rischio, sopportando le eventuali perdite e dando il diritto al riconoscimento di una parte di utili e, anche in questo caso si tratta di un apporto che in modo assoluto non entra a far parte del capitale sociale.

²⁹ SALANITRO, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, 2004

Le differenze tra i due istituti sono principalmente due³⁰: la prima è che la partecipazione agli utili dell'associato in partecipazione è un elemento essenziale del contratto, mentre per gli strumenti finanziari di partecipazione è un elemento che può esserci ma non è essenziale, in quanto questi possono conferire al titolare diritti amministrativi che possono essere incisivi sulla vita della società. La seconda differenza è che l'associazione in partecipazione è un contratto (art. 2549 cc) esterno al patto societario, un rapporto parasociale che non interviene nei rapporti di potere tra soci, mentre gli strumenti finanziari di partecipazione sono previsti e disciplinati dallo statuto sociale e hanno potenzialmente il potere di influire notevolmente sull'organizzazione della vita societaria, essendo la loro causa primaria la *causa societatis*.³¹

Un altro istituto che presenta similitudini con quello in esame è quello dei patrimoni destinati ad uno specifico affare, disciplinati dall'art 2447 bis al 2447 decies del codice civile. In realtà tale istituto può essere considerato una *species* all'interno del *genus* degli strumenti finanziari di partecipazione, con la caratteristica distintiva che i diritti, doveri e oneri derivanti da questo tipo di contratto sono riconducibili alla partecipazione di una specifica attività, ed essendo in questo caso applicabile la disciplina dei patrimoni destinati. Anche nel caso di patrimoni destinati ad uno specifico affare è previsto che vengano attribuiti al contraente diritti patrimoniali di partecipazione al risultato economico, ma che il suo apporto non sia in alcun modo imputato a capitale sociale, pur entrando a far parte del capitale di rischio. Inoltre l'articolo 2447 octies prevede la possibilità che, se il patrimonio destinato ad uno specifico affare è deliberato con l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione, i titolari possono costituirsi in assemblea e deliberare "sulla nomina e sulla revoca dei rappresentanti di categoria, con funzione di controllo sul regolare andamento dello specifico affare, e sull'azione di responsabilità nei loro confronti; sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi dei possessori degli strumenti finanziari e sul rendiconto relativo; sulle modificazioni dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari, sulle controversie con la società e sulle relative transazioni e rinunce; sugli altri oggetti di interesse comune a ciascuna categoria di strumenti finanziari."

³⁰PESCATORE, *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008 e Salamone, *Il finanziamento dei patrimoni destinati a specifici affari*, Giurisprudenza commerciale, 2006

³¹ E. GINEVRA, *Sulla qualificazione dei finanziamenti sei soci alla società partecipata*, in *Banca borsa*, 2002

Al di là di analogie riconosciute con istituti quali azioni, obbligazioni, associazione in partecipazione e patrimoni dedicati ad uno specifico affare, gli strumenti finanziari di partecipazione costituiscono un *genus* autonomo, con una regolamentazione propria, seppur scarna, che ha l'obiettivo di farlo rientrare all'interno dell'organizzazione della vita sociale come elemento strutturale e non come semplice rapporto parasociale. A supporto di ciò, molti Autori rilevano che la regolamentazione privata del rapporto tra società e sottoscrittori di strumenti finanziari di partecipazione con i diritti patrimoniali e amministrativi a questi attribuiti, è demandata all'atto costitutivo della società stessa e ogni variazione è soggetta alle disposizioni in materia di modificazioni dello statuto (artt. 2436 e ss codice civile). Il rapporto che i titolari di strumenti finanziari di partecipazione hanno con la società è quindi di natura associativa e, per quanto si applichino regole proprie di altri istituti simili in via analogica, rientra a pieno nell'organizzazione societaria.

Va quindi analizzato il rapporto intercorrente tra socio e titolare di strumenti finanziari di partecipazione, che non possono essere equiparati ma presentano caratteristiche comuni.

Ovviamente lo statuto sociale può prevedere in modo preciso e dettagliato i diritti amministrativi e patrimoniali spettanti al titolare di strumenti finanziari di partecipazione e in tal modo definisce anche i rapporti con i soci titolari di azioni.

Data la scarsità della normativa a riguardo, se lo statuto non definisce le caratteristiche di questi strumenti, possono esserci problemi nella ricostruzione dei diritti che possono essere attribuiti ai loro sottoscrittori.³²

Tra l'altro, soprattutto dopo la riforma delle società di capitali, le azioni possono avere contenuto molto eterogeneo a seconda dello scopo per cui sono emesse, infatti si assiste ad una crescente finanziarizzazione della struttura della S.p.a., e si arriva a prevedere azioni in cui il diritto di voto è escluso, infatti l'articolo 2351, dopo aver disposto che "ogni azione attribuisce il diritto di voto", come nella previsione classica della disciplina delle azioni, apre alla possibilità che "lo Statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative" con l'unica clausola che "il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale". In

32 L. ENRIQUES E G. SCASSELLATI SFORZOLINI, *Adeguamenti statutari: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005

questo caso il diritto principe connesso all'azione, che è il diritto di voto in seno all'assemblea degli azionisti, viene meno, in nome di una funzione più finanziaria dell'azione, vista come investimento per il sottoscrittore e come mezzo di reperimento di capitale per la società.

Gli strumenti finanziari di partecipazione per definizione normativa ex art. 2346 uc cc non prevedono l'imputazione a capitale dell'apporto e, di conseguenza, non possono attribuire al sottoscrittore il diritto al voto. L'articolo 2351 uc cc prevede però che ai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi sia attribuito il diritto di voto su argomenti specifici stabiliti dallo statuto, e può essere riservata la possibilità di nominare un componente del consiglio di amministrazione e del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

Da ciò si desume una parziale destrutturazione della definizione di partecipazione sociale in quanto questa può essere esercitata anche da soggetti che non detengono azioni e le azioni non conferiscono sempre e comunque la partecipazione alle decisioni inerenti la vita sociale.

3.3 Il coordinamento normativo con il T.U.B. e il T. U. F.

L'azionista può essere un soggetto sfaccettato e non più monolitico come nell'impostazione ante riforma, e vedere i suoi diritti corporativi graduati a seconda delle azioni che ha sottoscritto.³³

Queste novità nel concetto di partecipazione sociale e influenza sulla gestione devono coordinarsi anche con le discipline in materia bancaria e di intermediazione finanziaria. Il legislatore ha introdotto attraverso il decreto correttivo alla riforma D. Lgs. N. 37 del 6 febbraio 2004 delle disposizioni il cui obiettivo dichiarato nella Relazione Ministeriale è quello di "verificare se e in quale misura le nuove forme di partecipazione societaria, svincolate dal tradizionale rapporto con il capitale sociale e dai conseguenti diritti partecipativi, tradizionalmente imperniati sul diritto di voto in assemblea, potessero impattare le previsioni limitative contenute nella normativa speciale, specie in tema di obblighi di comunicazione e di divieto di controllo". Sempre la Relazione Ministeriale al decreto correttivo osserva che "i parametri meramente quantitativi della percentuale di diritto al voto o al totale delle azioni emesse, vista la vasta modulabilità degli strumenti

33 A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria*, op. citata

partecipativi ibridi, non sono più in grado di rilevare univocamente l'effettivo controllo e la rilevante influenza sulla gestione della società" per cui si garantisce duttilità alle norme di garanzia adottando riferimenti qualitativi e non solo quantitativi nei riferimenti alle partecipazioni possedute se sono "evocativi del potere di influenzare la gestione, non più necessariamente connesso all'effettiva partecipazione al capitale."

In tal senso l'art 1 comma 2 lett h-quarter del D.Lgs. n. 385 del 1993 (recante il Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) e l'art. 1 comma 6-bis del D. Lgs. n. 58 del 1998 (recante il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria) definiscono la partecipazione come il sistema che comprende "le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque i diritti previsti dall'art. 2351 uc cc" e la partecipazione rilevante come la partecipazione che comporta il controllo della società tenendo conto del diritto di voto ma anche degli altri diritti che consentono di influire sulla società. Il decreto correttivo ha avuto quindi la meritoria funzione di adattare le altre leggi a quella della riforma delle società di capitali, coordinandole tra loro e tenendo in considerazione i nuovi strumenti finanziari di partecipazione a cui sono attribuiti diritti amministrativi diversi dal diritto di voto.

Per quanto riguarda l'apporto, la legge precisa che questo può essere costituito anche da prestazione d'opera o di servizi, per cui si evince che qualsiasi attività può essere apportata dal sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione a fronte della loro emissione. La Relazione Ministeriale alla riforma specifica che tale soluzione legislativa dovrebbe rappresentare "un punto di equilibrio tra il divieto imposto dall'ordinamento comunitario" che il conferimento di capitale sociale sia costituito da opera o servizi "e l'esigenza di consentire pure l'acquisizione alla società di valori a volte di notevole rilievo".

3.4 L'esecuzione dell'apporto

L'apporto può quindi avere ad oggetto denaro, beni in natura e crediti, beni immateriali, garanzie, diritti...e appunto anche opere o servizi.

Apporti come denaro, beni in natura e crediti, potrebbero anche essere imputati a capitale, ma se si tratta di apporto a fronte di emissione di strumenti finanziari di partecipazione non è necessaria la perizia giurata da parte dell'esperto nominato dal

tribunale per la valutazione economica dei beni, in quanto non sussiste l'esigenza di tutela dell'effettività del capitale.³⁴

L'apporto può essere costituito anche da diritti reali o personali di godimento, beni immateriali, know-how, marchi, brevetti, garanzie reali o personali per debiti della società, obbligazioni di fare o di non fare (ad esempio l'obbligo di non concorrenza), il buon nome dell'apportante atto ad accrescere la reputazione positiva della società.

Va esplicitata una considerazione per quanto riguarda la prestazione di opere o servizi: tale apporto deve essere rappresentato da lavoro autonomo o consulenza perché questa previsione normativa non deve mai essere interpretata in senso elusivo della disciplina giuslavoristica in materia di lavoro subordinato.³⁵

La riforma ha normato quelle forme di apporto di beni alla società che prima di esse erano previste attraverso patti parasocietari e costituivano dei conferimenti atipici. La novità della riforma sta nel comprendere tali apporti nella disciplina societaria, pur vietando la loro imputazione a capitale.

In relazione al momento in cui l'apporto deve essere eseguito, la legge non dispone niente in modo esplicito ma, per analogia rispetto alle regole in materia di conferimenti a capitale, si può giungere alla soluzione per cui questo deve essere eseguito, almeno parzialmente, al momento della sottoscrizione degli strumenti finanziari, per quanto compatibile con la natura dell'apporto stesso. La semplice assunzione dell'obbligo da parte del sottoscrittore non tutela la società emittente degli strumenti finanziari perché l'acquisizione del bene potrebbe essere funzionale al normale svolgimento dell'attività di impresa, anche se in ogni caso non serve alla formazione del capitale (e quindi da un punto di vista strettamente legale non si è soggetti al rispetto della seconda direttiva comunitaria sulla formazione del capitale).

L'esecuzione dell'apporto al momento della sottoscrizione dipende ovviamente anche dalla natura stessa di questo, infatti se si sostanzia nella prestazione di opera o di servizi, l'obbligo non può realizzarsi in un momento spot preciso, che è quello coincidente con la sottoscrizione, ma si realizza nel tempo e ci può essere una durata precisa (per

34 M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo delle società quotate*, Bologna, 2011

35 M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e cooperative per azioni*, in *Banca borsa*, 2003

l'esecuzione di un'opera, per l'utilizzo di un marchio o di un brevetto) o indeterminata (uso del nome del sottoscrittore degli strumenti finanziari, obbligo di non concorrenza...).³⁶

Un'altra questione che le norme in materia di strumenti finanziari di partecipazione non prevedono è quella relativa alla restituzione dell'apporto al momento dello scioglimento della società. Anche in questo caso si arriva alla soluzione applicando per analogia le regole dettate per gli istituti simili, come il contratto di associazione in partecipazione e il contratto di società.

Se l'apporto che il sottoscrittore si obbliga a dare è costituito da denaro, crediti o beni in natura egli ha diritto alla restituzione di quanto apportato al momento dello scioglimento della società, ovviamente dopo che sono stati soddisfatti tutti gli altri creditori, in quanto l'apporto costituisce capitale di rischio. Dal momento che la legge tace a riguardo e demanda all'autonomia statutaria la regolamentazione, si può ipotizzare che lo statuto preveda tutti i diritti patrimoniali in capo al sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione e quindi l'apporto può essere a fondo perduto oppure può essere quantificato e possano essere previsti i termini e le modalità della sua restituzione.

Nel caso dell'associazione in partecipazione, infatti, la restituzione dell'apporto assume carattere causale di tipicità se l'apporto a titolo di capitale di rischio è effettuato in denaro o beni in natura.

Nel caso in cui l'apporto è in opera o servizi, di norma non è restituibile, analogamente a quanto avviene nel caso di socio d'opera (egli infatti ha diritto a percepire la liquidazione dell'attivo solo in seconda battuta rispetto ai soci che hanno conferito capitale e non ha diritto ad una somma che remunererà l'opera o il servizio conferito, salvo previsione statutaria precisa a riguardo).

E' da evidenziare un'altra volta che al momento dello scioglimento della società il diritto al rimborso del capitale di rischio è sempre subordinato al soddisfacimento dei creditori sociali.

Nel caso in cui il sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione manifesti la volontà di uscire dal rapporto nel corso della vita della società, si pone la questione della

36 C. ANGELICI, *Diritto delle società e attuazione della seconda direttiva CEE*, Torino, 2004

restituibilità del suo apporto in via anticipata e ancora una volta la soluzione può essere trovata in una precisa previsione statutaria in tal senso.³⁷

In assenza di questa, fin dove possibile si possono applicare le previsioni in materia di recesso del socio. Al socio che recede la società, infatti, la società può distribuire solo gli apporti non imputati a capitale e le riserve disponibili, per cui devono esistere delle poste iscritte nel patrimonio netto non erose da perdite. La condizione per cui il sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione può essere liquidato durante la vita della società è quindi che ci sia la riserva legale completamente formata (l'articolo 2430 dispone che la riserva legale deve essere alimentata finché raggiunge il quinto del capitale sociale e deve essere reintegrata se viene diminuita per qualsiasi ragione) che costituisce la primaria protezione del capitale da eventuali perdite.

Alcuni autori al riguardo evidenziano il fatto che l'apporto in oggetto, pur costituendo capitale di rischio, non è imputato a capitale sociale, per cui non può essere assoggettato al relativo regime. Secondo tale presupposto l'apporto del sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione non ha l'obbligo in nessun caso di tutelare l'integrità della riserva legale che può essere incrementata solo con capitali dei soci o utili della società.³⁸ La soluzione prospettata è che il titolare di strumenti finanziari di partecipazione ha diritto alla restituzione di quanto apportato, o di una somma convenuta equivalente, se la società ha riserve distribuibili non intaccate da perdite. Se durante la vita della società, questa ha registrato perdite, la quota di esse attribuibile agli strumenti finanziari emessi deve essere trattenuta dalle poste di patrimonio netto distribuibili, se esistenti.³⁹

Da questa soluzione, a parere di chi scrive, si giunge alla riflessione per cui il sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi potrebbe essere più esposto al rischio rispetto al socio, in quanto la posta di patrimonio netto relativa al suo apporto viene intaccata prima delle riserve legali e del capitale proprio da eventuali perdite, e questo in funzione del principio di protezione del capitale sociale, che costituisce la garanzia dei creditori sociali.

37 FERRI, *Il finanziamento societario: profili di qualificazione*, in *Rivista del notariato*, 2002

38 A. PAVONE LA ROSA, *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzate della grande impresa*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983

39 F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova Spa*, in *Notariato e nuovo diritto societario*; Milano, 2004

Sotto il profilo contabile, se l'apporto viene effettuato in denaro o in beni, tale valore va iscritto in una posta di patrimonio netto apposita. Tale apporto infatti dal punto di vista funzionale entra nella costituzione del capitale di rischio e il diritto restitutorio in capo al sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione è subordinata rispetto al diritto degli altri creditori sociali, per cui tale apporto non può essere imputato a debito. Tuttavia, la seconda direttiva comunitaria esclude categoricamente la sua imputazione a capitale, per cui non può neanche essere imputato a riserva propriamente detta, anche se un elemento in comune con le voci di patrimonio netto è quello di essere utilizzato per ripianare perdite. Se, invece, l'apporto consiste in prestazione di opera o di servizi potrebbe non trovare una sua specifica collocazione in bilancio. Se lo statuto prevede che l'opera o i servizi apportati possono essere quantificati e patrimonializzati, questi trovano collocazione in una posta del passivo e per bilanciare, anche dell'attivo. La riforma del diritto societario ha infatti previsto la possibilità di iscrivere all'attivo dello Stato Patrimoniale qualsiasi bene materiale o immateriale suscettibile di valutazione economica.

Il codice civile all'articolo 2427 Contenuto della nota integrativa, n. 19, dispone che la nota integrativa deve indicare "il numero e le caratteristiche degli altri strumenti finanziari emessi dalla società, con l'indicazione dei diritti patrimoniali e partecipativi che conferiscono e delle principali caratteristiche delle operazioni relative".

3.5 Il diritto d'opzione

L'articolo 2346 uc cc prevede che l'emissione degli strumenti finanziari in oggetto può avvenire a seguito dell'apporto da parte di soci o di terzi. Da ciò derivano due considerazioni.

La prima è che il socio che sottoscrive strumenti finanziari di partecipazione diventa titolare di due rapporti distinti con la società, per quanto simili: questo soggetto gode quindi di tutti i diritti amministrativi e partecipa alla distribuzione degli utili in forza della sua qualifica di socio e beneficia di tutti i diritti patrimoniali e amministrativi che lo statuto gli attribuisce a causa del suo apporto.

La seconda considerazione è che gli strumenti finanziari di partecipazione possono essere sottoscritti da qualsiasi soggetto, anche terzo rispetto alla compagine sociale, per cui a norma di legge non è necessaria la preventiva offerta di questi in opzione ai soci. Ovviamente, dato che la sottoscrizione di questi strumenti può conferire diritti patrimoniali

e amministrativi importanti e quindi è in grado di influire in modo notevole sulla vita e sull'organizzazione societaria, lo statuto può prevedere la loro emissione sia sottoposta al diritto di opzione.⁴⁰

L'articolo 2349 uc cc prevede la possibilità che l'assemblea straordinaria dei soci deliberi "l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto".

L'intenzione del legislatore, esplicitata nella Relazione Ministeriale, è quella di creare un nuovo strumento giuridico individuato dallo statuto sociale in grado di adeguarsi ad esigenze che possono venire a configurarsi sul piano delle relazioni sindacali che non alteri la struttura organizzativa della società e che possa aiutare la società a fidelizzare i propri dipendenti. L'obiettivo della previsione di questi particolari strumenti finanziari è quella di permettere ai dipendenti di beneficiare di determinati diritti patrimoniali o amministrativi anche senza alcun obbligo di apporto da parte loro. Ai dipendenti può essere attribuito il diritto alla corresponsione di utili, nel momento in cui vengono realizzati o al momento dello scioglimento della società. In quest'ultimo caso il valore corrispondente agli utili attribuito ai dipendenti viene patrimonializzato ma non imputato a capitale. Può anche essere possibile che al momento dell'emissione di tali strumenti si preveda di attribuire ai dipendenti la partecipazione a utili futuri o diritti amministrativi.

E' da sottolineare che per l'emissione di strumenti finanziari partecipativi è necessaria una delibera dell'assemblea straordinaria prevista dall'articolo 2349 uc cc, a differenza dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi attribuiti a soci o a terzi non meglio specificati, per la quale la legge non indica la necessità di una delibera assembleare ma semplicemente una previsione statutaria.

La dottrina è unanime sul fatto che il legislatore abbia ritenuto necessario l'intervento dell'assemblea straordinaria per l'emissione di strumenti partecipativi ai dipendenti della società perché tali strumenti possono attribuire ai loro possessori il diritto all'assegnazione di utili. Da ciò derivano due considerazioni. In primo luogo l'articolo 2433

40 V. CARIELLO E M.S.: SPOLIDORO, *Azioni e altri strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004

cc, in materia di distribuzione degli utili ai soci, al primo comma dispone che “La deliberazione sulla distribuzione degli utili è adottata dall’assemblea che approva il bilancio [...]”, per cui l’emissione di strumenti finanziari che determina la partecipazione agli utili deve essere sottoposta all’assemblea dei soci, in quanto organo competente sull’argomento. In secondo luogo si considera il fatto che la titolarità di strumenti finanziari che danno il diritto all’attribuzione di utili di fatto sottrae questi ai soci che sono i naturali percettori, spostando da loro ad altri soggetti l’utilità della partecipazione al capitale di rischio dell’impresa. In forza di questa considerazione si giustifica l’intervento dell’assemblea a maggioranza rafforzata.⁴¹

Non sarebbe invece necessario l’intervento assembleare nel caso in cui gli strumenti finanziari a favore dei lavoratori della società o di società controllate non attribuiscono loro diritti patrimoniali, in particolare quelli relativi alla corresponsione di un valore equivalente agli utili realizzati dalla società al momento dello scioglimento della stessa ma attribuiscono solo diritti amministrativi o il diritto a percepire utili futuri. La delibera assembleare è ritenuta inutile della dottrina anche nel caso in cui lo statuto preveda già la possibilità di attribuire ai dipendenti strumenti finanziari di partecipazione, con relativi diritti patrimoniali e amministrativi, modalità e casi di emissione, modalità di trasferimento, cause di decadenza o di riscatto.

La delibera assembleare in materia di emissione di strumenti finanziari ai lavoratori serve a regolamentare il rapporto intercorrente tra società e lavoratori, stabilendo i diritti e i limiti connessi a tali strumenti, potenzialmente in grado di essere rilevanti all’interno dell’organizzazione societaria e serve attuare l’emissione stessa degli strumenti finanziari di partecipazione.

In termini generali la legge dispone che sia lo statuto sociale a prevedere e regolamentare le modalità e le condizioni di emissione degli strumenti finanziari di partecipazione, senza rendere necessaria una delibera dell’assemblea dei soci. Questo perché l’emissione di tali strumenti non comporta una modifica dell’atto costitutivo in quanto il relativo apporto non viene imputato a capitale sociale.⁴²

La modifica statutaria avviene se l’atto costitutivo non prevede la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione e in tal caso i soci riuniti in assemblea

41 LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008

42 R. WEIGMANN, *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, Milano, 2003

straordinaria sono chiamati ad introdurre l'istituto in oggetto. La necessità che sia lo statuto, che il socio contribuisce a determinare al momento della costituzione della società o che accetta al momento dell'ingresso nella compagine sociale, a prevedere la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi si spiega con il fatto che i diritti patrimoniali o amministrativi che ne derivano sono atti a influire in modo rilevante sull'assetto organizzativo ed economico della società. Ai soci quindi deve essere garantita la possibilità di decidere, al momento della redazione dell'atto costitutivo o in una sua modificazione successiva, sulla possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi e regolamentarli nei contenuti effettivi.

Nel momento in cui lo statuto prevede l'emissione di tali strumenti e ne indica i diritti patrimoniali e amministrativi, la decisione di emetterli non è più di competenza dell'assemblea (la cui volontà è espressa nello statuto) ma è dell'organo amministrativo. La loro emissione è considerata dalla legge un normale atto funzionale alla gestione della vita della società.

Ovviamente l'assemblea può riservarsi statutariamente il diritto di deliberare in materia di emissione di strumenti finanziari di partecipazione ogni volta che se ne ravveda l'opportunità, decidendone di volta in volta modalità e condizioni.

Non essendoci alcuna previsione legislativa in merito, si può arrivare alla conclusione che in nessun caso l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione è soggetto all'obbligo di iscrizione nel registro delle imprese.⁴³

Per quanto concerne le condizioni di emissione di strumenti finanziari di partecipazione, la previsione dello statuto ha grande libertà. Lo statuto può prevedere che l'emissione di tali strumenti sia soggetta a determinate condizioni economiche, all'esigenza di particolari condizioni di finanziamento delle operazioni, può prevedere un limite quantitativo all'emissione in relazione al capitale sociale o altro.

Se lo statuto non prevede niente in materia, l'emissione degli strumenti finanziari è rimessa all'autonomia gestionale dell'organo amministrativo.

La titolarità di strumenti finanziari di partecipazione conferisce al suo possessore dei diritti, che la legge prevede ma non determina, lasciando spazio all'autonomia contrattuale della società. L'unica traccia si rinviene all'articolo 2346 uc cc secondo il quale

⁴³ G. CIAN, *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004

i diritti attribuibili ai possessori di tali strumenti sono “patrimoniali o anche amministrativi escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti”. Di seguito all’articolo 2351 uc cc dedicato al diritto di voto la legge prevede che “Gli strumenti finanziari [...] 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 e del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.”

3.6 Alcune considerazioni sui diritti patrimoniali

La congiunzione disgiuntiva “o” può essere interpretata nel senso che agli strumenti finanziari possono essere attribuiti solo diritti amministrativi e non anche diritti patrimoniali e viceversa solo diritti patrimoniali e non anche amministrativi, lasciando allo statuto l’autonomia di determinare tipologia e contenuto dei diritti stessi. Da ciò deriva che l’attribuzione di diritti patrimoniali non è una causa essenziale della sottoscrizione degli strumenti finanziari.⁴⁴ Ci può essere il caso in cui il sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi sia interessato solo a diritti di tipo amministrativo per assicurarsi il diritto di veto su determinati argomenti che hanno risvolti indiretti di tipo patrimoniale (può essere l’interesse di un imprenditore ad evitare che la cattiva gestione della società di cui ha sottoscritto strumenti finanziari di partecipazione abbia ricadute sulla propria attività oppure il caso in cui creditori qualificati come ad esempio le banche abbiano diritto di veto su determinate decisioni che impattano sulla vita della società).⁴⁵

La dottrina prevalente interpreta però la lettera della norma dell’art. 2346 “la società [...] emette strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali” nel senso che la causa prima di emissione di strumenti finanziari di partecipazione è di carattere economico. La sottoscrizione di strumenti finanziari di partecipazione è una forma di investimento per cui il trasferimento di proprietà dal sottoscrittore alla società dovrebbe essere remunerato dall’attribuzione degli utili conseguiti. La previsione che gli strumenti finanziari possono essere forniti “anche di diritti amministrativi” indica che tali diritti sono funzionali a garantire una maggiore utilità per il soggetto sottoscrittore che apporta capitale di rischio, secondo il principio per cui ci deve essere correlazione tra potere (diritti amministrativi riconosciuti) e

44 G. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova Spa*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006

45 DE ACUTIS, *Il finanziamento dell’impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli altri strumenti finanziari partecipativi*, Padova, 2004

rischio (componente sempre presente in un'operazione di tipo partecipativo in una società per azioni).

Il diritto patrimoniale che probabilmente ha maggior rilievo pratico in quanto è il motivo per cui la sottoscrizione di strumenti finanziari di partecipazione viene effettuata è il diritto agli utili. La legge a riguardo non detta alcuna disposizione per cui ogni determinazione viene attribuita all'autonomia negoziale.

E' lo statuto quindi la fonte di regolamentazione privata che determina il criterio di attribuzione degli utili. Se l'apporto viene quantificato e viene iscritto al passivo in una posta dedicata di patrimonio netto, gli utili possono essere distribuiti in modo proporzionale al patrimonio netto apportato, ma questo computo non è automatico, infatti la legge non vieta che ai titolari di strumenti finanziari di partecipazione venga riservato un trattamento migliore o peggiore rispetto ai soci azionisti.

Il diritto alla corresponsione degli utili, qualora previsto statutariamente, è però sottoposto a due condizioni. La prima è che l'utile sia realizzato e risulti dal bilancio approvato dall'assemblea degli azionisti e la seconda è che l'assemblea stessa deliberi la sua distribuzione come previsto dall'articolo 2433 cc.

Può configurarsi la possibilità che i titolari di strumenti finanziari di partecipazione abbiano comunque diritto alla distribuzione degli utili se realmente conseguiti, anche se l'assemblea non ne delibera la distribuzione agli azionisti. In tal caso è sufficiente che l'assemblea approvi il bilancio da cui risulta l'utile d'esercizio.

Un altro importante diritto patrimoniale è quello alla restituzione dell'apporto in sede di scioglimento della società. In prima battuta per quanto riguarda la quota di liquidazione spettante all'apportatore di capitale di rischio che ha sottoscritto strumenti finanziari di partecipazione, la dottrina è concorde sul fatto che questo soggetto ha diritto alla restituzione del valore dell'apporto se questo è fatto in denaro o in beni valutabili economicamente anche se lo statuto non lo prevede espressamente perché si applicano per analogia le regole sulla liquidazione della società. Se l'apporto è in opera o servizi, il diritto alla restituzione vige solo se preventivamente lo statuto riconosce la possibilità di patrimonializzare l'apporto stesso.

Il diritto alla restituzione dell'apporto sussiste solo nel caso in cui la società realizzi utili, perché in caso di perdite, queste vengono ripianate in primo istanza dal capitale di

rischio apportato a qualsiasi titolo. Il sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione ha diritto al valore residuale del suo apporto diminuito o annullato da perdite d'esercizio.

Un'ulteriore considerazione viene fatta in merito a eventuali plusvalenze maturate rispetto al capitale di rischio apportato da azionisti e sottoscrittori di strumenti finanziari. In sede di scioglimento della società l'apporto può essere remunerato in tal senso se lo statuto ne prevede la possibilità, la modalità di calcolo e di distribuzione (in modo analogo a quanto previsto per il riconoscimento degli utili). In assenza di esplicita previsione statutaria nulla è dovuto ai sottoscrittori in quanto l'apporto non ha come causa generativa essenziale il diritto al riconoscimento di plusvalenze.⁴⁶

Alcuni autori convengono anche sul fatto che la sottoscrizione di strumenti finanziari di partecipazione può essere effettuata anche sulla base di previsione di utilità economiche diverse dal diritto agli utili o alla restituzione del valore dell'apporto, come ad esempio la fruizione di particolari servizi erogati dalla società, sconti commerciali, benefici a vario titolo.⁴⁷

Invece è difficile ipotizzare che dalla sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi possano derivare diritti patrimoniali configurabili come corresponsione di somme di denaro che abbiano il carattere della non aleatorietà. In sostanza ci si pone la questione se gli strumenti finanziari di partecipazione possano godere della certezza di determinate prestazioni economiche da parte della società, a titolo, per esempio, di interessi sul capitale apportato dal sottoscrittore. Si arriva ad una risposta negativa per due ordini di ragioni. La prima è il carattere partecipativo al rischio d'impresa generativo dello strumento finanziario stesso: il sottoscrittore sa che il suo apporto, pur non entrando a far parte del capitale sociale, è trasferito alla società come capitale di rischio, per cui la remunerazione è per definizione aleatoria. Inoltre l'emissione di strumenti finanziari non è sottoposta ai limiti che la legge pone in materia di emissione di obbligazioni (l'articolo 2412 sancisce che la società non può emettere obbligazioni [...] per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato), limiti al rischio di eccessivo indebitamento dettati dalla necessità di garantire agli obbligazionisti la certezza della restituzione del denaro corrisposto a titolo di mutuo. Il fatto che gli strumenti finanziari non siano sottoposti a limiti

46 U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, op. citata

47 FERRI, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003

quantitativi trova la sua giustificazione nel fatto che il loro relativo apporto è equiparato a capitale sociale.⁴⁸

La seconda considerazione è il rispetto dell'articolo 2433 in materia di distribuzione di utili effettivamente conseguiti e il divieto di distribuzione di utili fittizi. Il principio di tutela dell'integrità del capitale sociale (capitale sociale che rimane la principale garanzia dei creditori) impedisce che la liquidità aziendale venga alienata a beneficio di soggetti che hanno consapevolmente incrementato il capitale di rischio, sapendo che questo può essere intaccato da perdite.

A parere di chi scrive, una soluzione configurabile è che lo statuto possa prevedere che, in assenza di perdite (che vanno naturalmente ripianate con il capitale di rischio disponibile) l'apporto sia remunerato da una componente che abbia il carattere della certezza. Non c'è alcun divieto normativo per cui ai titolari di strumenti finanziari di partecipazione possa essere riservato un trattamento migliorativo rispetto agli azionisti, soggetti che, tra l'altro, determinano lo statuto anche in tale argomento.

Per quanto riguarda il diritto di opzione, la legge non esplicita alcuna disposizione in relazione agli strumenti finanziari di partecipazione. L'articolo 2441 stabilisce che "le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio". Tale diritto è volto a tutelare i soci in essere che hanno la possibilità di mantenere inalterato il proprio peso ponderato rispetto al capitale sociale ai fini patrimoniali e amministrativi.

Dal momento che i titolari di strumenti finanziari partecipativi a cui vengono attribuiti diritti patrimoniali o anche amministrativi, possono vedere compromessa la propria posizione relativa al momento dell'emissione di nuovi strumenti finanziari, molti autori ritengono che a loro e in seconda istanza ai soci possa essere garantito dallo statuto il diritto di opzione. Se l'organo amministrativo, per far fronte a particolari necessità di finanziamento o per cogliere determinate opportunità, decide di emettere nuovi strumenti finanziari di partecipazione, questi possono essere offerti in opzione ai titolari di quelli già esistenti oppure ai soci.⁴⁹

48 A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria*, op. citata

49 ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, Bologna, 2005

Per quanto riguarda invece la possibilità di offrire ai titolari di strumenti finanziari di partecipazione il diritto di opzione per azioni di nuova emissione, la questione è più complessa. Alcuni autori lo escludono del tutto in quanto la legge tace in materia, altri sono possibilisti sulla base della considerazione che lo statuto può contenere una previsione a riguardo, limitando di fatto i diritti dei soci. Il codice civile all'articolo 2441 comma 4 prevede il caso in cui "lo statuto sociale può [...] escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione dal revisore legale o dalla società di revisione legale" e al comma 5 "quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale, approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale [...]" ma queste condizioni, a parere di chi scrive, sono dettate dalla necessità di tutela di investitori esterni alla società e da necessità della società stessa. Non è esplicito che il legislatore della riforma abbia previsto particolari tutele legislative per i titolari di strumenti finanziari di partecipazione nel particolare caso di aumento del capitale sociale. In questo caso si applicano per analogia i principi generali previsti per i soci o devono essere previste precise disposizioni statutarie.

Una possibile soluzione, a parere di altri autori ancora, è che il diritto di opzione può essere offerto ai titolari di strumenti finanziari di partecipazione nel caso in cui i soci non abbiano esercitato l'opzione. Ovviamente anche per questo diritto di secondo grado ci deve essere una precisa disposizione statutaria in tal senso.

Per quanto riguarda il diritto di recesso del titolare di strumenti finanziari di partecipazione, la legge ancora una volta non dispone alcuna regola specifica. Tuttavia, analizzando gli articoli del codice civile in materia di recesso del socio di società per azioni, si giunge a ricostruire la disciplina per analogia.

La prima considerazione è che, essendo riconosciuto il diritto di recesso del socio sottoscrittore di quote di capitale sociale, in casi particolari previsti dalla legge o anche in casi previsti dallo statuto, allora il diritto può essere esteso anche ai titolari di strumenti finanziari di partecipazione il cui apporto non imputato per definizione a capitale sociale, non è sottoposto ai vincoli stretti della tutela dell'integrità del capitale stesso.

Il diritto di recesso del socio è previsto, ai sensi dell'articolo 2437 cc quando il socio non ha partecipato alla delibera riguardante particolari casi della vita della società (modifica dell'oggetto sociale che comporta un cambiamento significativo dell'attività, trasformazione della società, trasferimento della sede all'estero, revoca dello stato di liquidazione, eliminazione di una o più cause di recesso previste dal codice civile o dallo statuto, modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso, modificazioni dello statuto concernenti diritti di voto o partecipazione, proroga del termine della società, introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari) e lo statuto di società le cui azioni non sono quotate nei mercati regolamentati può prevedere ulteriori cause di recesso.⁵⁰

L'articolo 2437 ter cc prevede che "il socio [che recede] ha diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercita il recesso. Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato alla revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni". Per analogia il titolare di strumenti finanziari di partecipazione ha diritto alla corresponsione di quanto apportato in denaro, del valore del bene apportato in natura se non restituibile o se lo statuto prevede la liquidazione in denaro. Il valore di liquidazione corrisponde al valore della posta specifica imputata a patrimonio netto ma, per analogia con quanto disposto in materia di recesso del socio, gli amministratori determinano la somma da corrispondere alla luce della situazione economico-patrimoniale della società stessa.

In caso di recesso del socio l'articolo 2437 quater dispone che "gli amministratori offrono in opzione le azioni del socio recedente agli altri soci in proporzione al numero di azioni possedute [...] coloro che esercitano il diritto di opzione, purchè ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni che siano rimaste non optate. Qualora i soci non acquistino in tutto o in parte le azioni del recedente, gli amministratori possono collocarle presso terzi [...] in caso di mancato collocamento [...] le azioni vengono rimborsate mediante acquisto da parte della società utilizzando riserve disponibili [...] in assenza di utili e riserve disponibili, deve essere convocata l'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale, ovvero lo scioglimento della società". Per analogia si può dedurre che gli strumenti finanziari partecipativi del

50 A. BARTOLACELLI, *Recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contratto e impresa*, 2004, pag. 45

sottoscrittore recedente possono essere offerti in opzione agli altri sottoscrittori, e in seconda battuta anche ai soci. In caso di mancato collocamento, la società può provvedere alla liquidazione della posta di patrimonio netto relativa all'apporto o di altre riserve disponibili. L'unica differenza rispetto al caso del recesso del socio è che, in assenza di riserve disponibili ad opera di perdite, il sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione non ha diritto alla liquidazione, essendo comunque il suo apporto a titolo di capitale di rischio. Dal momento che il recesso del sottoscrittore di strumenti finanziari non impatta sul capitale sociale, non è necessario attivare la procedura di convocazione dell'assemblea per la riduzione del capitale sociale o per la liquidazione della società.

3.7 Alcune considerazioni sui diritti amministrativi

Secondo la lettera dell'articolo 2346 uc cc ai sottoscrittori di strumenti finanziari possono essere attribuiti anche diritti amministrativi, escludendo in via generale il diritto amministrativo principe, che è il diritto di voto in assemblea generale. Lo statuto può riconoscere diritti amministrativi minori e in questi casi il problema è su quali parametri calcolare il raggiungimento della percentuale necessaria alle varie delibere. Il codice civile infatti pone dei limiti quantitativi per l'esercizio di determinati diritti, calcolati sulla base di capitale sociale rappresentato, per il quale sarebbe necessario lo status di socio.

Il diritto di voto in seno all'assemblea generale degli azionisti è escluso dalla lettera dell'articolo 2346 uc cc e tale esclusione è l'unico vincolo legislativo sul contenuto degli strumenti finanziari in parola, dal momento che la legge lascia un notevole grado di libertà a riguardo. L'articolo 2351 uc cc in materia di diritto di voto lascia la possibilità che "gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346 sesto comma e 2349 secondo comma [Azioni e strumenti finanziari a favore di prestatori di lavoro] possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati...". Anche in questo caso la legge non è esplicita a riguardo, ma non vieta che il voto su argomenti specifici venga espresso in sede di assemblea dei soci, anche perché, se questo non fosse possibile, sarebbe necessaria una previsione statutaria sul luogo e momento in cui la volontà dei sottoscrittori di strumenti finanziari deve essere espressa.⁵¹

Di seguito, l'articolo 2376 cc affronta il tema delle assemblee speciali e dispone che "se esistono categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere

⁵¹ CENDON, *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, Milano, 2004

approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata. Alle assemblee speciali si applicano le disposizioni relative alle assemblee straordinarie". Da questo disposto si può desumere che il voto dei titolari di strumenti finanziari di partecipazione può essere espresso anche nell'ambito di un'assemblea speciale di categoria. Solo S.p.a. dimensionalmente strutturate possono avere tanti titolari di strumenti finanziari organizzati in categorie (categoria dei prestatori di lavoro e sottoscrittori di strumenti finanziari di partecipazione)⁵². Società più piccole possono prevedere che solo alcuni dirigenti o dipendenti con una determinata anzianità detengano strumenti finanziari oppure gli strumenti finanziari di partecipazione siano emessi appositamente per l'apporto in società di un bene specifico che solo un soggetto è in grado di offrire. In questi casi i titolari degli strumenti finanziari non hanno la possibilità di organizzarsi in categorie e assemblee speciali, per cui viene naturale concludere che la loro volontà su specifici argomenti debba essere espressa nell'assemblea generale dei soci.

Tra l'altro è importante sottolineare che l'articolo 2376 cc prevede le assemblee speciali nel caso in cui le delibere dell'assemblea generale degli azionisti pregiudichino i diritti di una categoria di titolari di strumenti finanziari. Alla luce di ciò si osserva che tali assemblee speciali sono una tutela per le categorie che le compongono più che un vero e proprio organo che ne esprime la volontà e tra l'altro hanno il carattere dell'eventualità, infatti, qualora l'assemblea generale degli azionisti non delibera azioni che pregiudicano i diritti di una categoria, l'assemblea speciale non viene neanche convocata.

Se si analizza anche il contenuto degli articoli 2506 ter cc che al quarto comma in materia di scissione della società prevede che "con il consenso unanime dei soci e dei possessori di altri strumenti finanziari che danno diritto al voto nelle società partecipanti alla scissione l'organo amministrativo può essere esonerato dalla redazione dei documenti [...]" e 2526 cc in materia di azioni delle società cooperative che al secondo comma dispone che "l'atto costitutivo stabilisce i diritti patrimoniali e anche amministrativi attribuiti ai possessori di strumenti finanziari [...] ai possessori di strumenti finanziari non può, in nessun caso, essere attribuito più di un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti ovvero rappresentati in ciascuna assemblea generale" si capisce che il diritto di voto su particolari argomenti spettante ai titolari di strumenti finanziari può essere espresso in seno all'assemblea generale. Il diritto di voto può riguardare diversi argomenti che, secondo la dottrina prevalente, deve essere specificamente individuati dallo statuto perché

⁵² COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993

l'esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale prevista dall'articolo 2346 uc cc non venga elusa.

Un problema conseguente alla previsione del diritto di voto su determinati argomenti per gli strumenti finanziari di partecipazione è relativo al calcolo delle maggioranze assembleari. Di qui la necessità di sapere il peso che gli strumenti finanziari di partecipazione possono avere rispetto alle azioni al momento del voto.⁵³

Dal momento che anche in questo caso la legge non si esprime, è necessario procedere alla lettura combinata di articoli del codice civile che si possono interpretare per analogia. L'articolo 2351cc al quarto comma sancisce che “non possono emettersi azioni a voto plurimo” e in linea di principio tale disposizione dovrebbe essere applicata anche agli strumenti finanziari, anche per tutelare gli interessi degli azionisti. Il problema che sorge a proposito è che l'azione rappresenta una frazione precisa di capitale sociale ed è quantificata in modo inequivocabile per cui è facilmente calcolabile il valore ponderale di ogni socio-azionista in assemblea mentre lo strumento finanziario può essere valorizzato in un'apposita posta di patrimonio netto ma il valore totale degli strumenti finanziari emessi potrebbe non essere omogeneamente distribuito tra tutti i sottoscrittori. In questa circostanza è di primaria importanza che lo statuto definisca in modo chiaro il peso attribuito al voto collegato a ciascun strumento finanziario (o categoria di questi).⁵⁴ E' possibile che lo statuto preveda un valore ponderali diverso per azioni e strumenti finanziari di partecipazione e che i quorum deliberativi degli strumenti finanziari siano diversi da quelli previsti per le azioni.

Dal momento che l'articolo 2346 uc cc esclude che il titolare di strumenti finanziari partecipativi abbia il diritto di voto in assemblea generale, in linea di principio non vieta l'attribuzione del diritto di intervento in assemblea. Dal punto di vista operativo il diritto di intervento è autonomo rispetto al diritto di voto, anche se, analizzando l'articolo 2370 cc sul diritto d'intervento in assemblea ed esercizio del voto stabilisce che “possono intervenire all'assemblea coloro ai quali spetta il diritto di voto” e la relazione ministeriale alla riforma, sul punto, esplicita che “il diritto di intervento in assemblea è reso funzionale all'espressione del voto; si è perciò circoscritto il diritto di intervento ai soli azionisti cui spetta il diritto di voto”.

⁵³ F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari*, op. citata

⁵⁴ R. SCARABINO, *Gli strumenti finanziari partecipativi: inquadramento tipologico della fattispecie e profili di disciplina*, in *Studi sull'effettività del diritto societario*, Roma, 2009

La legge non vieta che l'autonomia statutaria possa prevedere che i titolari di strumenti finanziari di partecipazione possano intervenire in assemblea pur senza poter votare, se non su determinati argomenti. Tra l'altro, nel momento in cui i titolari di strumenti finanziari hanno diritto di voto su determinati argomenti e tale diritto viene esercitato in sede di assemblea generale, il diritto di intervento è da considerarsi automatico. Un secondo ordine di motivo per cui il diritto di intervento in assemblea può essere previsto è che la categoria dei titolari di strumenti finanziari di partecipazione si può riunire in un'assemblea speciale per approvare eventuali delibere dei soci potenzialmente atte a pregiudicare i propri diritti (art. 2376 cc). Alla luce di questo disposto, il diritto di intervento in assemblea rende conoscibili le delibere degli azionisti lesive dei diritti dei sottoscrittori di strumenti finanziari in tempo reale e quindi permetterebbe a questi ultimi di organizzarsi in assemblee speciali o di prendere altri provvedimenti atti a tutelare i propri interessi.

3.8 Le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni

L'articolo 2346 uc cc specifica che lo statuto disciplina le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni da parte del sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione.

I principi generali del diritto positivo prevedono contromisure quali l'esecuzione forzata, il diritto al risarcimento del danno e il diritto alla risoluzione del rapporto ma la loro applicazione è sottoposta ai relativi procedimenti giudiziari con i problemi di lentezza del caso.

Anche per questo motivo l'articolo in parola dà la possibilità allo statuto di prevedere delle misure cautelative grazie alle quali la società previene e si tutela dalle conseguenze negative provocate dall'inadempimento delle prestazioni che il sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione si impegna a eseguire al momento dell'emissione degli strumenti stessi (o in momenti diversi nel caso di prestazione di opera o di servizi). Le misure possono consistere in penali di tipo pecuniario, nella sospensione dei diritti che sarebbero statutariamente riconosciuti al sottoscrittore o in altre.

Ai sensi dell'articolo 2344 cc, che regola il caso di mancato pagamento delle quote da parte del socio, "se il socio non esegue i pagamenti dovuti [...] gli amministratori, se non ritengono utile promuovere azione per l'esecuzione del conferimento, offrono le azioni agli altri soci, in proporzione alla loro partecipazione, per un corrispettivo non

inferiori ore ai conferimenti ancora dovuti. In mancanza di offerte possono far vendere le azioni a rischio e per conto del socio [...] gli amministratori possono dichiarare decaduto il socio, trattenendo le somme riscosse, salvo il risarcimento dei maggiori danni [...]”. Delle misure analoghe possono essere previste per i sottoscrittori di strumenti finanziari inadempienti, i quali possono essere sostituiti da altri soggetti che abbiano la possibilità e la volontà di adempiere al loro posto e quindi di subentrare nel rapporto societario. Resta fermo il principio generale, confermato dalla lettera dell’articolo 2344 cc secondo comma, per cui il sottoscrittore inadempiente è comunque tenuto al risarcimento del danno provocato, in ottemperanza al principio generale dell’articolo 2043 cc secondo il quale “qualunque fatto doloso o colposo, che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno”.

Inoltre è utile analizzare anche il dettato dell’articolo 2354 cc secondo comma, sui titoli azionari, che prevede che “finchè le azioni non sono liberate [finchè il socio non ha versato la somma corrispondente] non possono essere emessi titoli al portatore”. In senso analogo lo statuto sociale può stabilire che gli strumenti finanziari di partecipazione non interamente liberati siano nominativi.⁵⁵

Ovviamente le regole dettate per le azioni non possono essere applicate anche per gli strumenti finanziari perché lo statuto deve adattare le proprie previsioni alla natura dell’apporto previsto per la loro emissione.

Lo statuto può prevedere anche cause di decadenza del sottoscrittore di strumenti finanziari di partecipazione, essendo questa possibilità più agevole rispetto alla decadenza di un socio-azionista, in quanto l’eventualità in esame non comporta rischi per l’integrità del capitale sociale.

L’articolo 2349 uc cc prevede espressamente che vengano stabilite statutariamente le condizioni e i casi di decadenza dei titolari di strumenti finanziari di partecipazione quando questi sono prestatori di lavoro della società emittente. E’ facilmente intuibile che la risoluzione del contratto di lavoro o di collaborazione sia una causa di decadenza che impatta anche la titolarità di strumenti finanziari della società-datore di lavoro.

Rimane un diritto del sottoscrittore di strumenti finanziari verso cui è stata intrapresa un’azione di esclusione da parte degli amministratori, quello sancito dall’articolo 2287

55 PISANI E MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, 2003

secondo comma cc secondo cui entro il termine di trenta giorni dalla data della comunicazione dell'esclusione al socio escluso, questi può far opposizione davanti al tribunale, il quale può sospendere l'esecuzione e dall'articolo 2533 terzo comma cc secondo cui "contro la deliberazione di esclusione il socio [di cooperativa] può proporre opposizione al tribunale, nel termine di sessanta giorni dalla comunicazione".

L'articolo 2356 cc regola la responsabilità in caso di trasferimento di azioni non liberate stabilendo che "coloro che hanno trasferito azioni non liberate sono obbligati in solido con gli acquirenti per l'ammontare dei versamenti ancora dovuti, per il periodo di tre anni dall'annotazione del trasferimento nel libro dei soci. Il pagamento non può essere ad essi domandato se non nel caso in cui la richiesta al possessore dell'azione sia rimasta infruttuosa". Niente di analogo è dettato dalla legge per il trasferimento di strumenti finanziari di partecipazione non interamente liberati e da qui scaturiscono alcune riflessioni.

Se si interpreta la legge in modo stretto, in mancanza di una precisa disposizione, si può giungere alla considerazione che l'avente causa, soprattutto se in buona fede, è sollevato dalla responsabilità derivante dal mancato adempimento del suo dante causa per le prestazioni ancora dovute. In caso di inadempimento dell'apporto da parte del dante causa, però, quest'ultimo non può più essere escluso o essere sottoposto alle sanzioni previste dallo statuto proprio perché lo strumento finanziario risulta trasferito e l'avente causa non avrebbe la responsabilità dell'adempimento non eseguito.⁵⁶

Pur considerando che il mancato apporto a seguito della sottoscrizione di strumenti finanziari di partecipazione non intacca l'integrità del capitale sociale, tale mancanza potrebbe comunque provocare un danno alla società, soprattutto se gli strumenti finanziari sottoscritti rispondono ad una particolare esigenza di finanziamento e liquidità essenziale per il funzionamento della società.

Si giunge così ad una lettura più ampia del dettato normativo e la soluzione ritenuta valida da molti autori è che l'acquirente del titolo subentra in tutta la posizione contrattuale del soggetto che l'ha trasferita. Da ciò si deduce che per tutelare l'interesse della società lo statuto dovrebbe prevedere la responsabilità in solido di dante e avente causa. In tal modo il debitore originario non è liberato dalla sua obbligazione secondo il principio

56 P. FERRARI, *Gli strumenti finanziari nella nuova Spa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006

generale sancito dall'articolo 1268 cc e colui che acquista il titolo risponde in solido con il precedente obbligato.⁵⁷

Ovviamente lo statuto può anche sancire il divieto di vendere strumenti finanziari di partecipazione non liberati, soprattutto se la prestazione sottostante è infungibile.

3.9 La legge di circolazione

In materia di circolazione degli strumenti finanziari partecipativi la prima osservazione è che l'articolo 2346 uc cc non la considera essenziale, ma lascia allo statuto la facoltà di prevederla o meno.

Una prima riflessione va fatta sulla definizione di strumento finanziario che può essere rinvenuta dal codice civile ma anche dal D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 che all'articolo 1 spiega che per "strumenti finanziari" si intendono i titoli atti a essere negoziati sul mercato, per cui la caratteristica della circolarità è essenziale. Il decreto n. 58/1998 ha come materia di regolamentazione l'intermediazione finanziaria, per cui è focalizzato sull'aspetto finanziario dei titoli in esame.⁵⁸

Il codice civile non fornisce una definizione precisa di "strumento finanziario" ma dalla lettura combinata degli articoli 2346 uc e 2349 uc si giunge alla conclusione che si tratta di titoli che attribuiscono dei diritti e che la possibilità di circolazione è un elemento incidentale ed eventuale.

Infatti se l'apporto sottostante l'emissione dello strumento finanziario di partecipazione è da eseguire in denaro, chiunque abbia la disponibilità della somma può farlo. In questo caso non ci sono motivi di ordine gestionale e operativo rispetto alla società che ostacolano la circolazione del titolo in quanto l'aspetto importante è che sia stata versata la somma che permetta la liberazione dello strumento. Considerazioni dello stesso tipo possono essere fatte per l'apporto di beni in natura fungibili.

Se però l'apporto sottostante l'emissione consiste nella dazione di un bene particolare, materiale o immateriale, o addirittura consiste nella prestazione di opera o di servizi, può essere utile per la società, ma anche per il sottoscrittore limitare la circolazione dello strumento. Si pensi ad esempio al caso in cui il sottoscrittore apporta un

⁵⁷ P. SPADA, *Diritto delle società, Studi per il Consiglio Nazionale del Notariato*, 2004

⁵⁸ SORCI, *Contributo alla ricostruzione della fattispecie "strumento finanziario partecipativo" (uno, nessuno, centomila)*, in *Banca borsa*, 2009

impianto o uno strumento produttivo costruito ad hoc per l'attività specifica della società, ad un marchio o un brevetto, o un'attività di consulenza avanzata. Può essere che il rapporto che lega sottoscrittore di strumento finanziario di partecipazione e società sia un contratto *intuitu personae* e l'identificazione precisa del soggetto sia la causa stessa dell'emissione dello strumento. Si è già osservato infatti che gli strumenti finanziari di partecipazione siano *causa societatis*, atti a introdurre chi li sottoscrive nella struttura e nell'organizzazione della società. E' lo statuto sociale (e dunque l'autonomia privata) ad individuare il loro contenuto specifico e quindi anche a prevedere la possibilità e i limiti della loro circolazione.

Lo statuto può prevedere anche la tecnica e le modalità di circolazione degli strumenti finanziari, ordinando la tenuta di un apposito libro sociale oppure la de materializzazione del titolo.

3.10 La conversione degli strumenti finanziari in azioni

Un altro diritto che può essere incorporato agli strumenti finanziari di partecipazione è quello di conversione in altri strumenti finanziari o in partecipazioni azionarie. Questa previsione non si deduce dalla lettura delle norme del codice civile ma dalla Relazione Ministeriale alla riforma societaria, che tra l'altro non specifica meglio le modalità con cui tale conversione in azioni potrebbe avvenire.

L'unica soluzione che pare attuabile è l'applicazione dell'articolo 2420 bis in materia di obbligazioni convertibili in azioni per quanto compatibile con gli strumenti finanziari di partecipazione.⁵⁹

L'articolo 2420 bis dispone che "l'assemblea straordinaria può deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni, determinando il rapporto di cambio e il periodo e le modalità della conversione. La deliberazione non può essere adottata se il capitale sociale non sia stato interamente versato."

Anche nel caso degli strumenti finanziari di partecipazione, a parere di chi scrive, si ritiene opportuno che sia l'assemblea straordinaria l'organo competente a deliberare l'emissione di strumenti finanziari convertibili in azioni, perché tale decisione ha la potenzialità di variare il capitale sociale ed è opportuno altresì che il conferimento a capitale sociale sia eseguito per intero.

⁵⁹ F. CORSI, *La nuova Spa: gli strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003

Diversi autori ritengono non necessario l'intero versamento dell'apporto a cui il sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni si è obbligato nei confronti della società, se tale apporto è costituito da denaro e che sia sufficiente il versamento del 25% di quanto dovuto (interpretando per analogia il disposto dell'articolo 2439 cc in materia di sottoscrizione e versamenti di azioni che impone ai "sottoscrittori di azioni di nuova emissione di versare alla società, all'atto della sottoscrizione, almeno il venticinque per cento del valore nominale delle azioni sottoscritte. Se è previsto un soprapprezzo, questo deve essere interamente versato all'atto della sottoscrizione").⁶⁰

Nel caso in cui l'apporto in oggetto consiste nella prestazione di opera o di servizio o nel trasferimento alla società di beni in natura, l'apporto deve essere eseguito per intero. La società infatti ha bisogno di valorizzare in modo sicuro l'importo da imputare a capitale in seguito alla conversione in azioni dello strumento finanziario di partecipazione.

In tal senso il relativo apporto di opera o servizi deve essere patrimonializzato e lo statuto deve prevedere la possibilità di restituzione al sottoscrittore del valore equivalente della prestazione. Ci si trova nel caso in cui l'aumento di capitale avviene tramite compensazione tra creditore che la società ha nei confronti del sottoscrittore a causa di versamento di capitale e credito che il sottoscrittore ha nei confronti della società a causa del pagamento di una prestazione d'opera o servizi.

Un aspetto da considerare in materia di conversione di strumenti finanziari di partecipazione in azioni è il diritto di opzione che deve essere garantito agli azionisti, che potrebbero vedere la propria posizione relativa variare all'aumento del capitale sociale per effetto della conversione. Tale istituto potrebbe essere considerato un'elusione del diritto degli azionisti, ma una possibile soluzione è quella di offrire in opzione agli azionisti gli strumenti finanziari partecipativi convertibili per interpretazione per analogia dell'articolo 2441 sulle obbligazioni convertibili secondo cui "le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio".

60 S. PATRIARCA, *Nuovi strumenti finanziari dopo la riforma*, Milano, 2005

3.11 L'organizzazione dei titolari degli strumenti di partecipazione

In materia di organizzazione dei titolari di strumenti finanziari i riferimenti normativi si ritrovano all'articolo 2376 cc, articolo 2447 octies cc e articolo 2541 cc.

Si prosegue con l'analisi dettagliata degli articoli per giungere a delineare un'interpretazione organica di una disciplina caratterizzata da disordine sistematico.

L'articolo 2376 sulle assemblee speciali prevede che "se esistono categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata. Alle assemblee speciali si applicano le disposizioni relative alle assemblee straordinarie".

L'ambito di applicazione di questo articolo è quindi delimitato ai sottoscrittori di strumenti finanziari che conferiscono solo diritti amministrativi e l'assemblea speciale che li riunisce ha come unica funzione quella di approvare le delibere dell'assemblea generale dei soci che pregiudica tali diritti.

L'articolo 2447 octies dispone in materia di assemblee speciali per i possessori di strumenti finanziari nell'ambito dei patrimoni destinati ad un singolo affare.⁶¹ La portata del presente articolo è notevole, soprattutto se per analogia lo si estende a tutti gli strumenti finanziari di partecipazione e non solo a quelli dei patrimoni destinati ad un singolo affare.

Tale assemblea speciale è prevista per ogni categoria di strumenti finanziari di partecipazione all'affare, la cui delibera di costituzione ne indica in modo specifico i diritti che attribuiscono ai loro sottoscrittori.

L'assemblea delibera su nomina e revoca dei rappresentanti comuni di ciascuna categoria, con funzione di controllo sul regolare andamento dello specifico affare, e sull'azione di responsabilità nei loro confronti; sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi dei possessori degli strumenti finanziari e sul rendiconto relativo; sulle modificazioni dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari, sulle controversie con la società e sulle relative controversie e rinunce; sugli altri oggetti di interesse comune a ciascuna categoria di strumenti finanziari.

⁶¹ COSTI-D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1990

L'articolo 2541 cc prevede un'assemblea speciale dei possessori degli strumenti finanziari privi di diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti nell'ambito delle società cooperative.

Questa assemblea speciale delibera sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società cooperativa che pregiudicano i diritti della categoria; sull'esercizio dei diritti patrimoniali o amministrativi ad essa attribuiti grazie all'emissione di strumenti finanziari; su nomina e revoca di rappresentanti comuni di ciascuna categoria e sull'eventuale azione di responsabilità nei loro confronti; sulla costituzione di un fondo spese necessario alla tutela dei comuni interessi dei possessori di strumenti finanziari e sul relativo rendiconto; sulle controversie con la società cooperativa e relative transazioni o rinunce; sugli altri oggetti di interesse comune a ciascuna categoria di strumenti finanziari.

Tale assemblea è convocata dagli amministratori della cooperativa o dal rappresentante comune, quando sia ritenuto necessario o quando un terzo dei possessori degli strumenti finanziari ne facciano richiesta.

Il rappresentante comune ha il compito di provvedere all'esecuzione delle delibere dell'assemblea speciale e di tutelare gli interessi comuni dei possessori di strumenti finanziari nei confronti della cooperativa. Questo soggetto ha il diritto di esaminare i libri sociali e ottenerne degli estratti , assistere all'assemblea generale e impugnarne le deliberazioni.

Al di là dei disposti normativi, la dottrina è concorde nella conclusione che l'autonomia statutaria può prevedere la costituzione di un'assemblea di categoria, determinarne in modo preciso i poteri, le competenze e i termini di azione.

CONCLUSIONI

Dopo aver analizzato lo scenario giuridico e la disciplina degli strumenti finanziari di partecipazione, è doveroso, da parte di chi scrive, avanzare delle conclusioni.

La prima considerazione, sul piano applicativo, è che a più di dieci anni dall'entrata in vigore della riforma societaria, nella prassi la possibilità di utilizzare gli strumenti finanziari partecipativi non è stata colta e si può affermare ciò perché manca un contenzioso significativo in materia. La ragione del mancato utilizzo dell'istituto, a parere di chi scrive, è da imputare alla vaghezza normativa. Il legislatore ha lasciato ampia autonomia privata, che però non è stata colta, probabilmente per non assumersi il rischio di introdurre negli statuti societari un istituto che potenzialmente avrebbe potuto essere foriero di problemi sul piano applicativo e, di conseguenza, causa di contenzioso legale.

Nel corso della trattazione, analizzando la ricostruzione della disciplina e soprattutto gli studi dottrinali, si è capito che neanche la natura degli strumenti finanziari di partecipazione può essere definibile. Infatti questi possono essere titoli di credito, valori mobiliari o strumenti finanziari ma anche no, in quanto dipende dall'autonomia privata in sede di sottoscrizione o modifica dello statuto sociale, decidere la natura e la funzione di questi strumenti nella struttura finanziaria della società e il ruolo che i sottoscrittori di tali strumenti hanno nella società in relazione ai soci e ai creditori.

La caratteristica principale di questi strumenti, a parere di chi scrive, è l'elemento della partecipatività, a cui si è dedicato lo spazio per analizzarne i vari aspetti e le varie implicazioni.

La novità portata dall'introduzione di tali strumenti è che alcuni diritti che ante riforma erano attribuiti esclusivamente ai soci, ora, dopo la riforma, possono essere attribuiti anche ad altri soggetti. E' rimesso all'autonomia statutaria (e quindi ai soci azionisti che approvano lo statuto) decidere i contenuti e i modi.

Si è visto come la partecipatività può essere patrimoniale, quando assegna diritti sulla ripartizione degli utili, amministrativa, quando alcuni diritti tipici degli azionisti vengono riconosciuti anche al di fuori della compagine societaria (diritto di voto su

argomenti specifici e nomina di componenti indipendenti dei vari board) e mista (diritto di recesso e di opzione).

Tali strumenti sono caratterizzati da un fortissimo grado di libertà e possono essere adattati ad ogni tipo di esigenze societarie in una determinata fase della vita d'impresa e sul piano teorico questa libertà li rende attraenti sia per le società emittenti sia per il mercato perché possono essere creati su misura. Nella realtà dei fatti, però, gli operatori non hanno utilizzato tutta questa libertà e il forte grado di atipicità dell'istituto e la scarsità normativa a riguardo non ha dato la fiducia di poterlo utilizzare e beneficiare dell'autonomia lasciata dal legislatore.

Questo per due ordini di ragioni: una perché i professionisti (dottori commercialisti, avvocati e notai) che contribuiscono alla stesura dello statuto hanno a che fare con una materia non definita a priori probabilmente valutata come vaga e imprecisa e quindi non hanno ritenuto finora di applicarla nella realtà per non generare problemi di interpretazione normativa e l'altra perché il contenzioso che ha ad oggetto un istituto giuridico così poliedrico non può che avere esiti sempre molto incerti.

Tali problemi disincentivano l'emissione e il mantenimento di tali strumenti, che, quando presenti, attribuiscono diritti di basso profilo, anche per non mettere i loro sottoscrittori in concorrenza con i soci azionisti e non giungere alla creazione di conflitti endosocietari.

E' da notare che comunque altre figure ibride tra la figura del socio e quella del creditore sono state previste e potenziate, come la figura dell'associazione in partecipazione e della cointeressenza, ad indicare che la direzione di modulare il più possibile gli strumenti intermedi tra azioni e obbligazioni "pure" è comunque l'unica possibile in un mercato che richiede sempre più flessibilità delle forme di finanziamento e delle tutele riservate alle varie figure, senza intaccare i principi cardine della tutela del capitale.

Uno dei principi su cui si fonda la riforma, derivati dalla II Direttiva CEE, è appunto la tutela del capitale sociale, che deve essere effettivo. Sono state confinate il più possibile le ipotesi di riduzione del capitale sociale, di conferimenti in natura, opere e servizi e non in denaro. Se tali conferimenti devono essere fatti, la soluzione è proprio quella di non

imputarli a capitale sociale ma considerarli apporti relativi a strumenti finanziari di partecipazione, che in questi casi trovano la loro collocazione all'interno della società.

Una delle conseguenze dell'applicazione degli strumenti finanziari di partecipazione è quella di nuovi equilibri all'interno della società, in cui ci sono i soci tout court che hanno la posizione giuridica forte e poi ci sono i possessori di strumenti finanziari di partecipazione, che possono avere una voce, seppure minore, all'interno della società. Si delinea, quindi, una nuova possibile organizzazione interna della società, basata sul contratto sociale. Si potrebbe dire che lo strumento finanziario di partecipazione può essere considerato lo strumento cartolare di un accordo perisociale di finanziamento e il passaggio da conferimento ad apporto è la conseguenza patrimoniale di questa situazione.

Dal punto di vista finanziario, gli strumenti finanziari di partecipazione rappresentano il collegamento tra debito e capitale, anche se la loro natura così poco definita per via legislativa, li rende difficilmente riconducibili ad una fattispecie sostanziale.

BIBLIOGRAFIA

AA. VV., *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca, G. Presti, 2003.

ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*. Milano, 1994.

ABRIANI, *Azioni di risparmio*, in *Digesto*, Torino, 2000.

ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2002, I, 131.

ABRIANI, *Decisioni dei soci. Amministrazione e controlli in Diritto delle società di capitali. Manuale breve*. Milano, 2003.

ABRIANI, *Sezione V. Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi. Introduzione in Il nuovo diritto societario*. Commento al D. Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 e D. Lgs. 17 gennaio 2003 n. 5 D. Lgs 11 aprile 2002 n. 61 (diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti), Bologna, 2004, 209.

ABRIANI, *Strumenti finanziari ibridi e azioni cangianti nella disciplina anticrisi: prime considerazioni sui Tremonti bond*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2009, 415.

ABRIANI, *Introduzione alla struttura finanziaria della S.p.a.: capitale sociale, azioni e strumenti finanziari tra riforma del diritto societario e recenti interventi legislativi*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza* (diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti), 2009.

ALBERTI, *Il capitale proprio nelle imprese industriali*, Milano, 1982.

ALLEGRI, *Finanza e mercato nella riforma delle società di capitali. Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2004, 239.

AMBROSINI, *Titoli obbligazionari di tipo speciale*, in *Società*, 1991.

AMOROSINO, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.

ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, Torino, 1985.

ANGELICI, *Della società per azioni. Le azioni Art. 2346-2356*, in *Codice civile commentato* diretto da Schlesinger, Milano 1992.

- ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003.
- ANGELICI, *Le basi contrattuali delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da Colombo e Portale), Torino, 2004, 1*, 101.
- ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società* (diretto da Abbadessa e Portale), Torino, 2006, I,1.
- ANOLLI, LOCATELLI, *Le operazioni finanziarie*, Bologna, 2001.
- ANOLLI, BANFI, DI PASQUALI, *I mercati e gli strumenti finanziari*, a cura di A. Banfi, Torino, 2001.
- ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e investimento*, Milano, 1959.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Bologna, 2003.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, Bologna, 2009.
- ARTL, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected companies italiane*, in *Contratti d'impresa*, 2004, 323.
- BARALENA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003.
- BARALENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca e borsa*, 2004, I, 293.
- BARALENA, *Le nuove obbligazioni*, in *Banca e borsa*, 2005, I, 543.
- BARALENA, MIOLA, PORTALE, SPOLIDORO, TANTINI, *Trattato delle società per azioni: conferimenti in natura, versamenti dei soci, prestazioni accessorie*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2001.
- BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contratto d'impresa*, 2004.
- BARTOLACELLI, *Recesso per cause diverse da deliberazione*, in *Liber amicorum per Massimo Bione*, Milano 2011, I.
- BAUDINO, *La nuova società a responsabilità limitata semplificata. Prime riflessioni e spunti operativi*, in *Nuovo diritto societario*, 12/2012, 21.
- BEBCHUK, *Why Shareholders must have more power*, in *Financial Times*, 22 ottobre 2003.

- BECCHETTI, *Riforma del diritto societario. Patrimoni separati, dedicati e vincolati*, in *Rivista Notariato*, 2003.
- BEI, *Nuovo diritto societario e private equità: spunti di riflessione alla luce della riforma*, in *Società*, 2004, 1071.
- BELLEZZA, *La questione dei patrimoni ed il loro preciso utilizzo*. Relazione per il Consiglio Notarile di Milano, reperibile sul sito <http://www.federnotizie.org/riforma/patrimon.htm>.
- BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1976, I, 779.
- BENAZZO, *L'organizzazione nella nuova s.r.l. fra modelli legali e statutari*, in *Le Società*, 2003.
- BENEDETTELLI, *"Mercato" comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano*, in *Rivista Società*, 2003.
- BERLE MEANS, *The modern Corporation and Private Property, Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966.
- BERTOLOTI, *Società con prestazioni accessorie*, Milano, 2008.
- BERTUZZI, BOZZA, SCIUMBIATA, *La riforma del diritto societario: patrimoni destinati, partecipazioni statali, s.a.a.*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, 2003.
- BESSONE, *Strumenti finanziari, prodotti finanziari e appello al pubblico risparmio. I modi e le finalità della pubblica vigilanza*, in *Archivio civile*, 2002, 881.
- BIANCA, *Diritto civile. 3. Il contratto*, Milano, 2000.
- BIANCHI, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, 2003, 79.
- BIGELL, *Le azioni di risparmio: un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Bologna, 2003.
- BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2006, 3, 205.
- BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, 2*, 3.
- BIONE, *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazione e persistenze* (diretto da Benazzo, Cera e Patriarca), Torino, 2011, 19

- BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2011, I, 663.
- BLANDINI, *Le azioni a voto limitato*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, I, 467.
- BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio nazionale del Notariato*, Napoli, 2005.
- BOCHICCHIO, *Gli strumenti finanziari nella teoria dei titoli di massa: continuità o rottura?* In *Diritto fallimentare delle società commerciali*, 1997, I, 1068.
- BOCHICCHIO, *Titoli di credito e finanziamenti alle imprese. Tra disciplina dei beni e disciplina dei contratti*, Padova, 1998.
- BONELLI, *Appunti sulla natura giuridica dei titoli di credito*, in *Rivista Commerciale*, 1908, I, 513.
- BONELLI, *La revoca degli amministratori nominati dallo Stato e da enti pubblici*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1983, II, 509.
- BONFATTI, *Strumenti ibridi di patrimonializzazione, prestiti subordinati e crisi dell'impresa bancaria*, Milano, 2003. in *La riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio, vol.7, Milano, 2003.
- BORTOLI, *Il mezzanino: origini, attualità nel contesto italiano e ruoli futuri*, in *Il Mezzanino finance*, Milano, 2011.
- BOSI, *sub art. 101 bis*, in *Nuove leggi*, 2010, 46.
- BOZZA, BONFATTI, *Prestiti da soci, finanziamenti infragruppo e strumenti ibridi di capitale*. In *Atti del convegno di Lanciano 9-10 maggio 2003*.
- BRANCADORO, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005.
- BRANCADORO, *sub art. 2411, Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 933.
- BRESCIA MORRA, *Finanziamento delle società di capitali e titoli di debito*, www.dircomm.it
- BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960.
- BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e società a responsabilità limitata*, Padova, 2007.
- BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (Titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Rivista diritto commerciale*, 2007, I, 29.

BUSSOLETTI, DEBIASI, *sub artt. 2427-2427 bis* in *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 1054.

CABRAS, *sub art. 2483* in *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 1697..

CAGNASSO, *Le società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2007.

CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985.

CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, I, 535.

CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005, I, 291.

CALVO, *Prerogative speciali e società partecipate dai pubblici poteri*, in *Nuove leggi*, 2009, 381.

CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1995

CAGNONI E CAGNONI, *Conferimenti e apporti nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2004.

CAMPOBASSO, *Diritto dell'impresa* in *Il sistema giuridico italiano*, Torino, 2000.

CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato* (Atti del convegno di studio, Siracusa 23-25 settembre 1982) a cura di G.B. Portale, Milano, 1983, 345.

CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 2002.

CAMPOBASSO, *Emissione di prestito obbligazionario in linea di capitale da parte di S.p.A.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1983, II, 751.

CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1988, 5, 379.

CAMPOBASSO, *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienza, progetti*, a cura di Abbadessa e Rojo, Milano, 1993.

CAPELLI, *I nuovi strumenti finanziari dopo la riforma del diritto delle società di capitali*, Università dell'Insubria, *Quaderni della Facoltà di Economia di Varese*, 2004.

CAPILUPI, *Capital Gain Interpretazione, Guida Normativa Speciale*, 17/12/2004.

- CAPRARA, *La presidenza del collegio sindacale*, in *Contratto d'impresa*, 2010, 206.
- CAPRARA, *Le funzioni dei sindaci tra principi generali e disciplina*, Padova, 2008.
- CAPRIGLIONE, *Disciplina delle partecipazioni bancarie e sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Banca e borsa*, 2007, I, 236.
- CARBONETTI, *Dai valori mobiliari agli strumenti finanziari*, in *Rivista società*, 1996, 1103.
- CARDARELLI, *Azioni e modi di partecipazione*, in *Codice commentato delle nuove società*, Milano, 2004, 116.
- CARDARELLI, *sub artt. 2346 e 2347 in Codice commentato delle nuove società*, Milano, 2004, 126.
- CARIELLO E SPOLIDORO, *Azioni e altri strumenti finanziari, Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno ed internazionale*, Università Cattolica di Milano, in *Rivista società*, 2002.
- CARNELUTTI, *Teoria giuridica della circolazione*, Padova, 1933.
- CAROSELLI, *L'associazione in partecipazione*, Padova 1930.
- CARRARO, *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, 2004.
- CARRIERO, in *Nuovo diritto societario e intermediazione bancaria e finanziaria*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2003.
- CASELLA, *Le obbligazioni indicizzate all'indice?*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1983.
- CASTELLANO, *I titoli di massa*, in *Banca e Borsa*, 1987, I, 22.
- CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, in *Commentario del codice civile*, Bologna, 2005.
- CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca e Borsa*, 2005, I, 50.
- CERA, *Il passaggio da riserve a capitale*, Milano, 1988.
- CHIAPPETTA, *Finanziamento della società per azioni e interesse*, in *Rivista società*, 2006, 668.
- CHIOMENTI, *I titoli di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano, 1977.

CHIOMENTI, *Titoli obbligazionari c.d. "Bull" e "Bear": vere obbligazioni o titoli per operazioni in borsa?*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1987.

CHIOMENTI, *Ancora sugli apporti di capitale di rischio effettuati dai soci in forma diversa dal conferimento*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1981.

CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*. Milano, 2008

CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova Spa*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006, I, 735.

CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006.

CIAN, *Le decisioni assembleari*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, Padova, 2009.

CINICOTTI-NIEDDU ARRICA, *Le preferred shares nel diritto italiano: proprietà della società per azioni e strumenti finanziari ibridi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, II, 675.

CINICOTTI, *L'esperienza delle parts beneficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, in *Banca e Borsa*, 2004, I, 220.

CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012

CIRENEI, *Osservazioni in tema di revoca dell'amministratore nominato da ente pubblico*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1983, II, 43.

CIRENEI, *Le società per azioni a partecipazione pubblica*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1992, 8, 3.

CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, I, 491.

COLAVOLPE, *Riforma delle società di capitali. Note sulla nuova disciplina delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, 2003, 1591.

COLOMBO, *Associazione in partecipazione, prestiti subordinati ed iscrizione in bilancio*, Milano, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, 1983, 425.

COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1994, 7*.

CORAPI-DE DONNO, *Titoli di credito. Diritto comparato e straniero*, in *Enciclopedia di Giurisprudenza Treccani*.

CORAPI, *Clausole di mero gradimento e clausole di prelazione*, in *Società*, 2005, 833.

CORRADI, *La proporzionalità tra partecipazione e potere di controllo nell'art. 2449 cc*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008, II, 946.

CORSI, *La nuova S.p.A.: gli strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, I, 415.

CORSI, *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003, 170.

COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio*, Milano, 1984.

COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, 3**, 561.

COSTA, *Le riserve nel diritto delle società*, Milano, 1984.

COSTI-D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1990, I, 563.

COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004.

COSTI, *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, in *Banca e Borsa*, 2005, I, 117.

COSTI, *I prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione*, Milano, 2008, 11.

COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008

COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007.

COSTI, *La patrimonializzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato del capitale di rischio*, Milano, 1983, 326.

COSTI, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano*, Milano, 2006, 83.

COSTI, *Profili patrimoniali del nuovo diritto della cooperazione*, www.associazionepreite.it

COSTI, *Proprietà e imprese cooperative nella riforma del diritto societario*. Intervento al convegno organizzato dall'ABI sul tema "Il diritto societario tra legislazione e mercato", 12 dicembre 2000.

COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006, 1, 729.

CORSINI, IZZO, *Azioni e strumenti partecipativi ad ampio raggio ma lo scenario fiscale non è ancora agevole*, *Guida alla Riforma Fiscale*, *Il Sole 24 Ore*, Luglio 2004.

CUCINELLA, *Riflessioni sparse sulla nuova disciplina dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, *Rivista di diritto dell'economia, dei trasporti e dell'ambiente*, 2003/1.

CUSA, *Gli strumenti ibridi delle banche*, in *Banca impresa*, 2010, 81.

CUSA, *Strumenti finanziari e soci finanziatori nelle cooperative*, www.associazionepreite.it, 7 febbraio 2003.

CUSA, *sub art. 2540*, in *Commentario alla riforma delle società*, 319.

D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968.

D'ALESSANDRO, *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Diritto Commerciale*, Bologna, 2003.

D'ALESSANDRO, *Le linee generali della riforma*, Milano, 2003

D'AMBROSIO, *I titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2003.

D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007.

DAGNINO, *Capitale versato e strumenti innovativi di capitale nella disciplina di vigilanza delle banche italiane: il principio della prevalenza della sostanza sulla forma*, in *Banca impresa*, 2009.

DAMIANI, *Venture Capital e private equity*, Napoli, 2010.

DATI, *sub art. 2415*, in *Nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, II, 1280.

DE ACUTIS, *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004.

DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.

DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999

DE ANGELIS, *Alcune questioni sul capitale assicurato nelle s.r.l.*, in *Rivista di diritto d'impresa*, 2004, 293.

DE ANGELIS, *Dal capitale leggero al capitale sottile: si abbassa il livello di tutela dei creditori*, in *Società*, 2002, 1456.

DE BIASI, *"Burro e cannoni": le alphabet stock*, in *Società*, 815.

DE CICCO, *Nuovi strumenti di finanziamento e ricerca di un equilibrio tra flessibilità e governo delle imprese*, in *Rivista di dottrina commerciale*, 2006, 73.

DE FERRA, *La postergazione del credito del socio finanziatore*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, I, 187.

DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007.

DE LUCA, *Partecipazione azionaria e tipicità delle società di capitali*, in *Rivista di diritto civile*, 2004, II, 867.

DE LUCA, *Sul diritto alla quotazione in borsa. Difesa di una tesi nella prospettiva del listing comunitario*, in *Banca e borsa*, 2009, I, 21.

DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999.

DEMURO, *L'incompatibilità con il diritto comunitario della nomina ex art. 2449 c. c.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008, II, 593.

DEMURO, *La nomina delle cariche sociali nelle società a partecipazione pubblica dopo le censure della giurisprudenza comunitaria*, Milano, 2010, 192.

DENOZZA, *A che serve il capitale?*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, I, 585.

DENOZZA, *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005, I, 767.

DESIDERIO, in *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2003.

DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto della società*, Torino, 2007, III, 219.

DI CHIO, *Titoli atipici, Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, Torino, 1998.

DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nella società di persone*, Napoli, 1967 poi Milano, 2005.

DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca e Borsa*, 2004, I, 13.

- DI SABATO, *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Società*, 2002.
- DI SABATO, *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 P. Benazzo, S. Patriarca, G. Presti, Milano, 2003.
- DOMENICHELLI, *Effetti della riforma del diritto societario civile sulla finanza delle società di capitali*, Roma, 2004.
- DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, Torino, 2010.
- DU FAUX, *L'emission de parts beneficiares dans le courant de l'existence de la societè*, in *Rev. Not. b.* 1988, 189.
- ENRIQUES, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Rivista società*, 2002, 78.
- ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto*, una controreplica a Francesco Denozza, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005, I, 607.
- ENRIQUES, *Capitale, azioni e finanziamento della società europea: quando meno è meglio*, in *Rivista società*, 2003, 375.
- ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti sul tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca e borsa*, 2005, I, 166.
- ENRIQUES, *Scelte pubbliche e interessi particolari nella riforma delle società di capitali*, in *Mercato , concorrenza e regole*, 2005, 1, 145.
- ESCALAR, *Il regime fiscale degli utili da partecipazione*, Studio Gallo e associati, 2004.
- FERRARINI, *Un'azione-un voto: un principio europeo?* In *Rivista società*, 2006, 24.
- FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, Milano, 2000.
- FAUCEGLIA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Il Fallimento*, 2003.
- FERRARI, GUALANDRI, *Gli strumenti finanziari*, Torino, 2004.
- FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, Torino, 1987.
- FERRI, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, I, 805.

FERRI, *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2002, I, 119.

FERRI, *Il finanziamento societario: profili di qualificazione*, in *Rivista notarile*, 2002, I, 309.

FERRI, *La legittimità delle obbligazioni indicizzate*, in *Rivista di diritto commerciale.*, 1985.

FERRI, *Prestito obbligazionario, intrasferibilità della società, proroga dell'esercizio sociale*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1986.

FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.

FERRO-LUZZI-CHIAPPETTA, *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Rivista società*, 2005, 133.

FERRO-LUZZI-LIBONATI, *Categorie di azioni e aumento di capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1990, I, 703.

FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma. La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2005, I, 673.

FERRO LUZZI, *La diversa assegnazione delle azioni, art. 2346, comma 4° c.c.*, in *Il Nuovo diritto delle società*, Torino, 2006, I, 588.

FERRO LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Rivista società*, 2002.

FERRO LUZZI, *I patrimoni "dedicati" e i "gruppi" nella riforma societaria*, in *Rivista notarile*.

FERRO LUZZI, *Vecchi e nuovi orientamenti in tema di limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1963.

FERRO LUZZI, *I versamenti in conto capitale*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1981.

FERRO LUZZI, *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003.

FERRO LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1998.

FESTA-FERRANTE, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista del notariato*, 2008, I, 1231.

FICARI, *Soggettività tributaria e possesso del reddito nella disciplina dei "patrimoni destinati"*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003.

FIMMANÒ, *Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa*, 2005, I, 95.

FISCO OGGI, *I patrimoni destinati*, reperibile su www.miranet.it, 07/04/2003.

FISCO OGGI, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari ibridi*, reperibile su www.miranet.it, 07/04/2003.

FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Documento n. 24 del 26 novembre 2003 reperibile su: www.fondazioneluca pacioli.it.

FORESTIERI, *Il nuovo diritto societario e le prospettive della finanza aziendale*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, 2003.

FORMICA, *Le novità della disciplina azionaria, sub artt. 2346-2354* ne *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, I, 161.

FORNASIERO, *Capitale, capitale nominale e capitale ai fini del voto*, in *Diritto fallimentare*, 1977, II, 367.

FORTUNATO, *Capitale e bilanci nella S.p.A.*, in *Rivista società*, 1991.

FORTUNATO, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto del processo societario*, Padova, 2004, 267.

GALLETTI, *“Elasticità della fattispecie obbligazionaria, profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie”*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 1997, I, 239.

GALGANO, *Il concetto di titoli di credito*, in *Contratto d'impresa*, 2009, 2, 285.

GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico*, Padova, 2003.

GALGANO, *L'imprenditore*, Bologna, 1980.

GALLETTI, *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Nuove leggi*, 2000, 1112.

GAMBINO, *Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma*, in *Rivista notarile*, 2002, I, 279.

GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, I, 641.

- GAMBINO, *Verso la riforma della società per azioni non quotata*, in *Rivista società*, 1998.
- GAMBINO, *Tutela delle minoranze e spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, 2004.
- GARGANTINI, *Diritto d'intervento in assemblea ed esercizio di voto*, in *Nuove leggi*, 2011, 626
- GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2003.
- GHEZZI, *sub art. 2409-novies*, in *Commentario alla riforma delle società, Volume Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, 63.
- GHEZZI, *sub art. 2408*, in *Commentario alla riforma delle società, Volume collegio sindacale controllo contabile*, 273.
- GHEZZI, *sub art. 2409-septiesdecies*, in *Commentario alla riforma delle società, Volume Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, 233.
- GHIDINI, *L'associazione in partecipazione*, Milano, 1954.
- GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2011, I, 412.
- GIANNELLI, *sub art. 2411*, in *Commentario alla riforma delle società, Volume Obbligazioni e Bilancio*, 55
- GIANNELLI, *sub art. 2420-bis*, in *Commentario alla riforma delle società, Volume Obbligazioni e Bilancio*, 257.
- GIANNELLI, *sub art. 2420-ter*, in *Commentario alla riforma delle società, Volume Obbligazioni e Bilancio*, 285.
- GIANNELLI, *sub art. 2447-ter*, in *Società di capitali, Commentario*, Napoli, 2004, 1224.
- GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2006, I, 163.
- GIANNELLI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in AA. VV., a cura di B. Limonati, *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003.
- GINEVRA, *Sulla qualificazione dei "finanziamenti" dei soci alla società partecipata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, II, 728.

GINEVRA, *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, Torino, 2011, 3.

GIRINO, *Nuova finanza societaria: patrimoni «dedicati» e finanziamenti «destinati»*, *Amministrazione e Finanza* n. 14/2003.

GROSSO, *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Società*, 2003, 10, 1308.

GROSSO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in *La riforma delle società*, Torino, 2003, 131.

GROSSO, *La riforma delle società: profili della nuova disciplina*, Torino, 2003.

GUCCIONE, *I sistemi elettorali per la nomina del consiglio di amministrazione delle società quotate*, Milano, 2011, 517.

GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate nella legge n. 216*, in *Rivista società*, 1976, 821.

GUERRERA, *sub art. 2441*, in *Società di Capitali, Commentario*, Napoli, 2004, 1174.

GUERRIERI, *Annulabilità delle deliberazioni e diritto di recesso*, in *Nuove leggi*, 2011, 699.

GUIDA, *Il finanziamento partecipativo come ipotesi di destinazione patrimoniale nelle società di capitali*, in *Notariato*, 2009, 85.

GUIDOTTI, *I diritti di controllo del socio di s.r.l.*, Milano, 2007.

GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, 2000.

HANSMANN-KRAAKMAN, *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, in *Rivista società*, 2001, 21.

IGNAZZI, *Nel Cupe 2005 il debutto degli strumenti finanziari introdotti dalla riforma del diritto societario*, *Guida Normativa Legislazione*, 21/01/2005.

INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, Perugia, 2010

INZITARI, *I patrimoni destinati a uno specifico affare*, in *Società*, 2003.

IRRERA, *I prestiti dei soci*, Padova, 1992.

LA LICATA, *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Milano, 2008.

LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di "strumento finanziario"*, Torino, 2009.

LA SALA-BRUNO, *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, in *Società*, 2009, 689.

LA VILLA, *Titoli rappresentativi di associazione in partecipazione*, in *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, Milano, 1980, 126.

LAMANDINI, *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria, Prime note sul d. lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, 145, 2003.

LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.

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 e titoli di credito*, 2003, I, 519.

LAMANDINI, *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *Banca borsa*, 1991, I, 606.

LAMANDINI, *Capitale di rischio, capitale di debito e diritto di voto. Spunti per la riforma del diritto societario*, in *Banca impresa*, 2000, 355.

LAMANDINI, *Gli strumenti finanziari emessi dalle società cooperative*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2006, I, 209.

LAMANDINI, *I patrimoni destinati nell'esperienza societaria. Prime note sul d. lgs 17 gennaio 2003 n. 6*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e società cooperative*, Milano, 2004, 145.

LAMANDINI, *Il controllo. Nozioni e tipo nella legislazione economica*, Milano, 1995.

LAMANDINI, *La riforma della struttura finanziaria delle cooperative: azioni e ibridi verso la quotazione?*, in www.associazionepreite.it

LAMANDINI, *sub artt. 2526 e 2541 in Commentario alla riforma delle società, Volume Società cooperative*, 203.

LANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *Rivista società*, 2002.

- LAUDONIO, *Strumenti finanziari inerenti a patrimoni destinati ad uno specifico affare: ricostruzione di una categoria*, in *Rivista di diritto di impresa*, 2005, 125.
- LEMMA, *Mezzanine finance: nuova generazione di prestito subordinato?*, in *Banca borsa*, 2007, I, 93.
- LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record data ed esercizio del diritto di voto dopo l'attuazione della direttiva Shareholder rights. Appunti introduttivi*, Padova, 2011, 330.
- LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Banca borsa*, 1997, I, 326.
- LENZI, *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in *Rivista notarile*, 2003.
- LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008.
- LIACE, *La disciplina delle azioni di risparmio nel Testo Unico della Finanza*, in *Diritto societario*, 2003, 17, 40.
- LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario del 2003*, Padova, 2004, 249.
- LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003, Appunti per un corso di diritto commerciale*, Padova, 2010.
- LIBONATI, *I nuovi strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2007, I, 1.
- LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999.
- LIBONATI, *Legge bancaria e "banca di fatto"*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1965.
- LIBONATI, *I problemi di inquadramento giuridico delle fattispecie esaminate*, in Libonati e Visentini, *Operazioni anomale di finanziamento con emissione dei titoli*, Milano, 1980, 27.
- LICINI, *La sentenza Überseering: un tentativo di riscrivere il d.i.p. per le società comunitarie?*, in *Notariato*, 2003.
- LINCIANO, *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, in *Quaderni di Finanza*, 2002.
- LO CASCIO, *Società per azioni : obbligazioni, bilancio, recesso, operazioni sul capitale : (artt. 2410-2447 c.c.)*, Milano, 2003.
- LOLLI, *Gli strumenti finanziari, sub artt. 2346-2354*, in *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005.

LOLLI, *sub art. 2526*, in *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005.

LOLLI, *sub artt. 2427-2427 bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005.

LUPOI, *Strumenti di investimento nell'impresa (forme complesse di garanzia)*, in *Contratto d'impresa*, 2007.

MAFFEI ALBERTI, *Considerazioni introduttive*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario. Atti del convegno di studi*, Padova, 2004.

MAFFEI ALBERTI, *sub artt. 2447-bis e 2447-decies*, in *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, II, 1671.

MAFFEZZONI, *La legittimazione all'esercizio del diritto di recesso in caso di pegno d'azioni*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2004, 869.

MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.A.*, Milano, 2004.

MAGNANI, *sub art. 2409-duodecies*, in *Commentario alla riforma delle società, Volume Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, 107.

MALTONI-PALMIERI, *I poteri di nomina e di revoca in via diretta degli enti pubblici nelle società per azioni ex art. 2449 c.c.*, in *Diritto amministrativo*, 2009, 267.

MANES, *Sui patrimoni destinati ad uno specifico affare nella riforma del diritto societario*, in *Contratto d'impresa*, 2003, 181.

MARCHETTI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 213.

MARCHETTI, *sub art. 2366*, in *Commentario alla riforma delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2008, 59.

MARCHETTI, *Alcuni lineamenti generali della riforma*, relazione al convegno di Firenze "Verso un nuovo diritto societario: dubbi e attese", 16 novembre 2002,

MARCHETTI, *La costituzione, i conferimenti e le modifiche all'atto costitutivo*, in *Rivista dei dottori commercialisti.*, 2003.

MARCUCCI, *sub artt. 2447-bis -decies*, in *Codice civile commentato*, Milano, 2005, 1542.

MARTORANO, *Titoli di credito*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* a cura di Cicu, Messineo, Marangoni, Schlesinger, Milano, 2002.

MARTORANO, *sub art. 2349*, in *La riforma delle società*, Torino, 2004, I, 139.

Martorano, *Titoli di credito. Titoli non dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2002.

MASI, *sub art. 2464*, in *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 1422.

MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra TUF e nuovo ordinamento societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, I, 1292.

MAUGERI, *Finanziamenti anomali dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005.

MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2008.

MAUGERI, *Sul regime concorsuale dei finanziamenti soci*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, I, 805.

MENTI, *Socio d'opera e conferimento del valore nella s.r.l.*, Milano, 2006.

MESSORI, *Il nuovo diritto societario: una prima valutazione in chiave economica*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca, Presti, Milano, 2003.

MIGNOLI, *Il capitale "versato ed esistente" come limite all'emissione di obbligazioni*, in *Rivista di diritto civile*, 1961.

MIGNOLI, *Le partecipazioni agli utili nelle società di capitali*, Milano, 1966.

MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

MIGNONE, *"Tracking shares" e "actions reflects" come modelli per le nostre "azioni correlate"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2003, I, 610.

MIGNONE, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° comma dell'art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Bologna, 2009, 304.

MIGNONE, *L'associazione in partecipazione*, in *Commentario del Codice Civile*, Milano, 2008.

MIGNONE, *sub artt. 2346, 2349, 2351*, in *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 1, 235.

MIGNONE, *sub artt. 2447-bis, 2447-novies*, in *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 1620.

MIGNONE, *Un contratto per i mercanti del Mediterraneo. L'evoluzione del rapporto partecipativo*, Napoli, 2005.

MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956.

MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004.

MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2005, I, 433.

MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Rivista società*, 2012, 237.

MOLLE, *Ancora sul "caso Giuffrè"*, nota a Trib. Bologna 10 marzo 1961, in *Banca borsa e titoli di credito*.

MONDINI, *Le azioni correlate*, Milano, 2009.

MONTALENTI, *La riforma del diritto societario: per il nuovo diritto delle società cresce la richiesta di un rinvio*, *Italia Oggi*, 20 novembre 2002.

MONTALENTI, *La riforma del diritto societario: profili generali*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003.

MONTESANO, *Emissione di obbligazioni: limite del capitale sociale e bilancio ex art. 2410 cod. civ.*, nota a App. Napoli 2 febbraio 1996, in *Società*, 1996.

MUCCIARELLI, *sub art 105* in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino, 2010.

NICCOLINI, *Il capitale sociale minimo*, Milano, 1981.

NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1988.

NIEDDU ARRICA, *Il conferimento di prestazione d'opera e di servizi nella s.r.l.*, Milano, 2009.

NIUTTA, *Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447-bis, I comma, lett a): un nuovo mezzo di finanziamento del diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?* In *Rivista di diritto commerciale*, 2006, I, 235.

NOBILI, *La riduzione del capitale*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2007, III, 295.

NOTARI-GIANNELLI, *sub art. 2346, 6° comma*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 52.

NOTARI, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, 1999.

NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari, confini delle fattispecie e profili di disciplina*, relazione al convegno di Firenze "Verso un nuovo diritto societario: dubbi e attese", 16 novembre 2002.

NOTARI, *Disposizioni generali della società per azioni. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., a cura di Libonati, *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003.

NOTARI, *La riforma del diritto societario: per il nuovo diritto delle società cresce la richiesta di un rinvio*, *Italia Oggi*, 20 novembre 2002.

NOTARI, *Le categorie speciali d'azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 45.

NOTARI, *sub art. 2346, commi 1-5*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 3.

OLIVIERI, *I finanziamenti alla società fuori capitale, Le obbligazioni e l'emissione di titoli di debito*, in *La riforma delle società. Aspetti applicativi*, Torino, 2004, 567.

OLIVIERI, *Capitale e patrimonio nella riforma delle società*, in *Rivista di diritto civile*, 2004, II, 257.

OLIVIERI, *Investimenti e finanziamenti nelle società di capitali*, Torino, 2008.

OLIVIERI, *Amministratori indipendenti e di minoranza nella legge sulla tutela del risparmio*, in *AGE*, 2006, 1, 23.

ONADO, *Aspetti economici e tecnici del capitale proprio delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.

ONZA-SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa*, 2009, I, 567.

ONZA, *L'apporto d'opera e servizi nelle società di capitali. Struttura e funzioni*, Padova, 2009.

ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Rivista di diritto civile*, 2007, II, 709.

ONZA, *Strumenti finanziari emessi da cooperative e iscrizione in bilancio*, in *Banca borsa*, 2009, I, 187.

OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Rivista di diritto civile*, 2003.

OPPO, *Negozi parasociali*, Milano, 1941.

OPPO, *Patto parasociale, patti collaterali, e qualità di socio nella società per azioni*, in *Rivista di diritto civile*, 2004, II, 57.

OPPO, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006, I, 715.

PACIELLO, *La struttura finanziaria delle società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2002, I, 155.

PALMINTER, *Le caratteristiche fondamentali dell'ordinamento statunitense delle società commerciali (corporations) e il futuro dell'amministrazione e controllo societario (corporate governance) dopo il "caso Enron"*, in *"Corporate governance" e nuovo diritto societario*, Quaderni di Notariato, 2003.

PALOMBI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare: due modelli a confronto*, in *Approfondimenti giuridici*, 2005.

PARRELLA, *Versamenti in denaro dei soci e conferimenti nelle società di capitali*, Milano, 2000.

PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, 2001

PATRIARCA, *Riforma del diritto societario e obbligazioni convertibili*, Università dell'Insubria, Quaderno della Facoltà di Economia di Varese, 2004.

PATRIARCA, *Appunti in materia di titoli di debito della s.r.l.*, Università dell'Insubria, Quaderno della Facoltà di Economia di Varese, 2004.

PATRIARCA, *C'è un futuro per le azioni con prestazioni accessorie?*, Università dell'Insubria, Quaderno della Facoltà di Economia di Varese, 2003

PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992.

PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. Tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, 2005

PAVONE LA ROSA, *Titoli "atipici" e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzate della grande impresa*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di Portale, Milano, 1983, 438.

PAVONE LA ROSA, *Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali*, in *Banca borsa*, 2003.

PECORARO, *Privatizzazione dei diritti speciali di controllo dello Stato e dell'ente pubblico nelle S.p.a.: il nuovo art. 2449 c.c.*, in *Rivista società*, 2009, 947.

PEDERZINI, *Diritto di intervento in assemblea ed esercizio del diritto di voto*, in *Nuove leggi*, 2011, 554.

PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967.

PERADOTTO, *Gli apporti di risorse nelle società di capitali: le esigenze economico-finanziarie delle imprese e le risposte offerte dal diritto societario riformato*, 2003, 293.

PERRONE, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione fra gli ordinamenti? Riflessioni sul caso "Centros"*, in *Rivista società*, 2001.

PESCATORE, *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008

PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964.

PICCIAU, *sub artt 2341-bis e 2341-ter*, in *Commentario alla riforma delle società, Volume Costituzione-Conferimenti*, 323.

PIRONTI, *Aspetti privatistici e pubblicistici nelle partecipanze agrarie emiliane*, in *Giustizia civile*, 2005, II, 151.

PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006, I, 808.

PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista di diritto societario* 2003, 6, 1282.

PORTALE-COSTA, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzate: le nuove tendenze dei paesi europei*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004, 1**, 3.

PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Rivista Società*, 1970.

PORTALE, *I conferimenti in natura "atipici" nella S.p.A.*, Milano, 1974.

PORTALE, *"Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili" (appunti)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1996, I, 1.

PORTALE, *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Rivista di diritto privato.*, 2002, 4, 701.

PORTALE, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Rivista società*, 2002, 146.

PORTALE, *I finanziamenti dei soci nelle società di capitali*, in *Banca borsa e titoli di credito* 2003, I, 663.

PORTALE, *Riforma delle società e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Corriere Giurisprudenza*, 2003, 2, 145.

PORTALE, *"Armonizzazione" e "concorrenza" tra ordinamenti nel diritto societario europeo*, in *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Milano, 2003.

PORTALE, *Uguaglianza e contratto: il caso dell'aumento di capitale in presenza di più categorie di azioni*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1990.

PORTALE, *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio*, in *Banca borsa*, 2004.

PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito (problemi e ipotesi)*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 23.

PORTALE, *Osservazioni sullo schema del decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Rivista di diritto privato*, 2002.

PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con capitale destinato*, in *Rivista società*, 2010, 1237.

PREITE, *Associazione in partecipazione e società: una distinzione difficile*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1982.

PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988.

PUGLIESE-SANDULLI, *sub art. 2421 e 2422*, in *La riforma delle società*, Torino, 2004, I, 788.

RABITTI BEDOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario e le banche*, Roma, 2004, I, 185.

RACUGNO, *Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione e transazione fiscale*, in *Trattato di diritto fallimentare*, Padova, 2010.

RACUGNO, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Banca borsa*, 2004, I, 559.

RAGNO, *Versamenti in conto capitale, versamenti in conto futuro aumento di capitale e prestiti subordinati effettuati dai soci di società di capitali*, in *Giurisprudenza Commerciale.*, 1997.

RAGUSA MAGGIORE, *L'abuso del diritto nelle società per azioni e la tutela delle minoranze*, in *Diritto fallimentare*, 2002, II, 170.

REGOLI, *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, Milano, 2009, 399.

RESCIGNO, *sub art. 1*, in *Commentario al Testo Unico delle Disposizioni di materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 5.

RESCIGNO, *Strumenti finanziari emessi da società cooperative*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006, IV, 92.

RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di S.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003, 111.

REVIGLIONE, *La società semplificata a responsabilità limitata: un buco nero nel sistema delle società di capitali*, in *Nuovo diritto societario*, 4/2012, 7.

Riforma fiscale: i chiarimenti dell'agenzia delle entrate sulla tassazione dei dividendi, anno VI - n. 242 - Luglio 2004, reperibile su: www.dialogonline.it

RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993.

RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausola di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008, I, 1065.

RIOLFO, *Il sistema monistico nelle società di capitali e nelle cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico*, Padova, 2010.

RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965.

RIVOLTA, *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Rivista società*, 2009, 653.

RONDINELLI, *Il sistema dualistico di amministrazione e controllo nella società per azioni*, in *Percorsi di diritto societario europeo*, Torino, 2011, 242.

RONDINELLI, *sub art. 105*, in *Nuove leggi*, 2010, 120.

RONDINELLI, *sub art. 106*, in *Nuove leggi*, 2010, 150.

ROSSANO, *Fondo patrimoniale e patrimoni destinati: spunti di riflessione*, in *Società*, 2003.

ROSSI e STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Rivista società*, 2003.

ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Rivista società*, 2006, 1.

ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967.

RUBINO DE RITIS, *Gli apporti "spontanei" in società di capitali*, Torino, 2001.

SALAFIA, *Titoli di partecipazione e di debito*, in *Società*, 2004, 281.

SALAMONE, *Il finanziamento dei patrimoni destinati a specifici affari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, I, 235.

SALAMONE, *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1998, I, 711.

SALAMONE, *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milano, 1995.

SALANITRO, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006, I, 721.

SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca borsa*, 2004, I, 283 .

SALANITRO, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, 2009, I, 1.

SANTAGATA, *Autonomia privata e formazione di gruppi nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2007, III, 799.

SANTAGATA, *Strumenti finanziari partecipativi a specifici affari e tutela degli investitori in patrimoni destinati*, in *Banca borsa*, 2005, I, 302.

SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile*, a cura di SCIALOJA-BRANCA, Bologna, 1992.

SANTONASTASO, *Dalla golden share alla poison pill: evoluzione o involuzione del sistema? Da una prima lettura del 381°-385° comma dell'art. 1 l. 23 dicembre 2005, n. 266*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, I, 383.

SANDULLI, SANTORO, *La riforma delle società s.p.a. e s.a.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2004.

SANTORO, *Art. 2346*, in AA.VV., a cura di Sandulli e Santoro, *La riforma delle società. Commentario al d. lgs 17 gennaio 2003, n° 6*, Torino, 2004, I, 125.

SANTORO, *sub art. 2351*, in *La riforma delle società*, Torino, 2004, I, 146.

SANTORO, *Emissione delle azioni, commento all'art. 2346 Cod. Civ.* In *La riforma delle società*, Torino, 2003.

SANTUOSSO, *I patrimoni destinati: tipologie e disciplina*, in *Diritto e pratica delle società* 2003.

SCARABINO, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Studi sull'effettività delle regole societarie*, Roma, 2011, 25.

SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997

SCHLESINGER, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare e profili di distinta soggettività*, in *Diritto e pratica delle società*, 2003.

SERRA, *Le forme di finanziamento*, in *La riforma del diritto societario. Atti del convegno si Sassari, 2-3 ottobre 2003*, Milano, 2004, 21.

SERSALE, *sub art. 101-bis*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino, 2010.

SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 88.

SFAMENI, *sub. Art. 2350*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 296.

SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959.

SIMONETTO, *Concetto e composizione del capitale sociale*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1956, I, 48.

SIMONETTO, *I contratti di credito*, Padova, 1994.

SIMONETTO, *Idoneità alla garanzia del capitale sociale*, Milano, 1959, 613.

SIMONETTO, *Mutuo parziario e contratti associativi. Mutuo da restituire a richiesta*, in *Banca borsa*, 1957, II, 344.

SORCI, *Contributo alla fattispecie "strumento finanziario partecipativo" (uno, nessuno, centomila?)*, in *Banca borsa*, 2009, I, 403.

SPADA, Azioni e strumenti finanziari, in *Studi e materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2/2004, 221.

SPADA, *C'era una volta la società*, in *Rivista notarile*, 2004, I, 1.

SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Rivista di diritto civile*, 2003, I, 489.

SPADA, *Finanza e mercato nella riforma delle società di capitali. Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi (impresa- corporation e provvista del capitale di credito)*, in *Rivista di diritto d'impresa*, 2004, 253.

SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito, Lezioni*, Torino, 1994.

SPADA, *La provvista finanziaria tra destinazione e attribuzione*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazione e persistenze*, Torino, 2011, 5.

SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974.

SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, 2009.

SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Primo commento alla legge 7 giugno 1976, n° 216*, in *Rivista di diritto civile*, 1974, II, 585.

SPADA, *Titoli atipici ed operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1986.

SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Rivista società*, 2003, 799.

SPOLIDORO, *Il nuovo diritto delle società di capitali e cooperative*, Milano, 2004. Spolidoro, *Il capitale sociale*, in AA.VV., *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadessa e A. Rojo, Milano, 1993.

SPOLIDORO, voce *Capitale*, in *Enciclopedia di diritto*, Milano, aggiornamento 2000, 224.

SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004.

STAGNO D'ALCONTRES, *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Torino, 1999.

STAGNO D'ALCONTES, *sub art. 2348*, in *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 284.

- STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2349*, in *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 284.
- STAGNO D'ALCONTRES, *Tipicità e atipicità nei titoli di credito*, Milano, 1992.
- STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis*, in *Commentario alla riforma delle società, Volume Azioni*, Milano, 2008, 559.
- STELLA RICHTER JR., *Linee generali della riforma del diritto delle società di capitali, prime notazioni*, in *Studium juris*, 2003.
- STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003.
- TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padova, 1980.
- TANTINI, *I versamenti in conto capitale*, Milano, 1990.
- TANTINI, *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004, 1****, 745.
- TANTINI, *L'indipendenza dei sindaci*, Padova, 2010.
- TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2007, I, 456.
- TASSINARI, *I conferimenti e la tutela dell'integrità del capitale sociale*, in *Le società: autonomia privata e suoi limiti nella riforma. Quaderni di Notariato*, 9, 2003.
- TASSINARI, *Sottocapitalizzazione delle società di capitali e riforma del diritto societario*, in *"Corporate governance" e nuovo diritto societario*, in *Quaderni di Notariato*, 10, 2003.
- TASSINARI, in Caccavale, Magliulo, Maltoni, Tassinari, *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano, 2003.
- TERRUSI, *I patrimoni delle s.p.a. destinati a uno specifico affare: analisi della disciplina e verifica degli effetti*, 2005 reperibile su: www.judicium.it.
- TETI, *Il rapporto partecipativo tra passato e presente: riflessioni a margine di un libro recente*, in *Rivista di Diritto commerciale*, 2008, I, 1125.
- TESTAI, *L'autonomia negoziale entra nello statuto*, in *Diritto societario: gli strumenti e le norme*, 2005.

- TOMA, *Il prestito partecipativo per rafforzare le PMI*, in *PMI*, 10/2006, 24.
- TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria delle società di capitali*, relazione presentata al Convegno Paradigma *La riforma del diritto societario. Nuovi modelli di s.r.l. e s.p.a.*, Milano 2004.
- TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi*, Torino, 2000.
- TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi partecipativi*, Torino, 2002.
- TOMBARI, *Strumenti partecipativi con poteri di influenza, allargate le opportunità per chi decide di investire nella piccola società*, *Il sole 24 ore*, 03/06/2005.
- TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Rivista società*, 2002.
- TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Rivista società*, 2007, 965.
- TOMBARI, *Nuovi strumenti di finanziamento nella Spa: gli strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali ed amministrativi (art. 4, 6° comma, lettera c)*, www.associazionepreite.it
- TOMBARI, *Strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, ultimo comma c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2006, I, 143.
- TOMBARI, *sub artt. 2346-2348-2351*, in *Codice civile commentato, Libro V*, Milano, 2005, 1008.
- TOSCANO, *Il socio d'opera e le vicende del suo conferimento*, in *Rivista di diritto d'impresa*, 2010, 333.
- TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006, I, 615.
- TURCO, *Aspetti giuridici e contabili degli strumenti finanziari partecipativi*, Monografie a Dewey, 2005.
- VANONI, *I credito subordinati*, Milano, 2000.
- VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Rivista società*, 2005, 309.
- VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012.
- VIDIRI, *nota a Cass. 14 febbraio 1995, n° 1574*, in *Giustizia Civile* 1995.

VIETTI, *Introduzione. Le linee generali della riforma*, in *Le società: autonomia privata e suoi limiti nella riforma*, Quaderni di Notariato, 9, 2003.

VISENTINI, *I principi della società per azioni come istituto giuridico delle economie di mercato: confronti con la recente riforma*, lezione introduttiva al Corso di lezioni sulla riforma delle società: Università di Bari, Taranto, 8 maggio 2003, reperibile sul sito della LUISS, Archivio Ceradi.

VISENTINI, *Operazioni atipiche di finanziamento con emissione di titoli in serie*, in *Banche e banchieri*, 1979, 23.

VIVANTE, *I titoli di credito nominativi*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1913, I, 433.

VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1924.

WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca, Presti, Milano, 2003, 169.

WEIGMANN e D'ALESSANDRO, *Finanza e mercato nella riforma delle società di capitali. Articolazioni di business e patrimoni destinati*, in *Rivista di diritto d'impresa*, 2004.

ZANARONE, *La società a responsabilità limitata come "tipo" normativo*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, Padova, 1985.

ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista società*, 2003, 58.

ZATTI, *Persona giuridica e soggettività*, Padova, 1975.

ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati delle società per azioni*, in *Rivista di diritto civile*, 2002.

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.

ZOPPINI, *Due note in tema di interesse sociale e finanziamento delle società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*. Padova, 2004, 275.

ZOPPINI, *Le azioni correlate, le azioni riscattabili e le azioni senza valore nominale*, in *Fiducia e trust*, allegato a *Il fisco*, n° 20, 4 agosto 2003.

MATERIALE NORMATIVO

- Agenzia delle Entrate, Circolare n. 26 del 16 giugno 2004, "*chiarimenti sul nuovo regime di tassazione dei dividendi*".
- Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.*
- Decreto Legislativo 12 dicembre 2003, n. 344, *Il nuovo regime di tassazione dei dividendi.*
- Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 5, recante *definizione dei procedimenti in materia di diritto societario e di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia*, in attuazione dell'articolo 12 della legge 3 ottobre 2001, n. 366.
- Decreto legislativo 17 gennaio 2003 n. 6, recante *riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366.*
- Decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37, recante *modifiche ed integrazioni ai decreti n. 5 e n. 6 del 2003, nonché ai decreti legislativi n. 385 del 1993 e n. 58 del 1998.*
- Decreto legislativo 28 dicembre 2004, n. 310, recante *integrazioni e correzioni alla disciplina del diritto societario ed al testo unico in materia bancaria e creditizia.*
- *International Accounting Standard n. 32 : "Financial Struments": disclosure and presentation*".
- *International Accounting Standard n. 39: "Financial Instruments: recognition and measurement"*.
- Legge 3 ottobre 2001, n. 366, concernente *delega al Governo per la riforma del diritto societario.*
- Relazione al decreto legislativo 17 gennaio 2003 n. 6, *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366.*
- *Schema di articolato relativo all'adeguamento del vigente sistema fiscale alla riforma del diritto societario (d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6).*
- Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993.