

- E. Russo, *L'interpretazione dei testi normativi comunitari*, (2008), pag. XII-312.
- G. Alpa, M. Andenas, *Fondamenti del diritto privato europeo*, (2005), pag. XXII-814.
- A. Jorio, *Le crisi d'impresa - Il fallimento*, (2000), pag. XVIII-772.
- A. Palazzo, *Le successioni*, Seconda edizione (2000) - Tomo I, pag. XXX/1-624, Tomo II, pag. IV/625-1164.
- G. Marasà, *Le società*, società in generale, Seconda edizione (2000), pag. XII-338.
- A. Luminoso, *I contratti tipici e atipici*, contratti di alienazione, di godimento, di credito - Vol. I, (1995), pag. XXIV-808.
- A. Belvedere - R. Guastini - P. Zatti - V. Zeno Zencovich, *Glossario*, (1994), pag. XVI-416.
- R. Guastini, *Le fonti del diritto e l'interpretazione*, (1993), pag. XX-504.

TRATTATO DI DIRITTO PRIVATO

a cura di Giovanni Iudica e Paolo Zatti

PAOLO SPADA

con

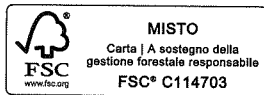
GIOVANNI FIGÀ-TALAMANCA
GUSTAVO OLIVIERI - LUIGI SALAMONE
LAURA SCHIUMA - MAURIZIO SCIUTO

LA SOCIETÀ PER AZIONI

con i contributi di

Roberta Colaioni - Antonella D'Arcangeli - Maura Garcea
Emiliano Marchisio - Katrin Martucci
Maurizio Onza - Rosaria Romano

 **GIUFFRÈ**
GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE



© Copyright Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A. Milano - 2025
Via Monte Rosa, 91 - 20149 MILANO - www.giuffrefrancislefebvre.it

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

Stampato da Tipografia Galli & C. S.r.l. - Varese

INDICE

<i>Prefazione</i>	<i>pag.</i> xxv
-----------------------------	--------------------

Sezione Prima TIPO E COSTITUZIONE

Parte Prima TIPO

CAPITOLO UNICO PANORAMA di *Paolo Spada*

1. Proemio	5
2. La società per azioni come tipo di società di diritto privato comune: uno sguardo alle origini	9
3. Tipi di società e tipi di contratto	10
3.1. La "tipicità delle società"	10
3.2. Polisemia del sintagma "tipi di società".	12
4. La progressione tematica dell'analisi giuridica della società per azioni	15
4.1. Polifunzionalità sopravvenuta della società per azioni.	15
4.2. Caratteri del modello organizzativo.	17
4.2.1. Plurilateralità e pluripersonalità nella società per azioni.	17
4.2.2. La provvista della ricchezza destinata a servizio della società per azioni	21
4.2.3. L'organizzazione c.d. corporativa.	22

4. I mutamenti del quadro sistematico di riferimento: dalla riforma organica del 2003 alla trasposizione della direttiva n. 2007/36/CE col d.lgs. n. 27/2010	555
4.1. Ricadute in punto di fattispecie	579
4.1.1. Il controllo di diritto	580
4.1.2. Il controllo di fatto.	582
5. L'introduzione delle azioni a voto multiplo	595
5.1. (<i>Segue</i>) Le azioni a voto plurimo	597
5.2. (<i>Segue</i>) La maggiorazione del voto	607
6. Conclusioni	613
<i>Bibliografia</i>	618
<i>Giurisprudenza</i>	623

CAPITOLO II

IL "MERCATO DEL CONTROLLO"

di *Maura Garcea*

1. Premessa: sulla nozione di "mercato del controllo".	625
2. Il "mercato del controllo" nel testo unico dell'intermediazione finanziaria	627
2.1. Le disposizioni generali in materia di offerta pubblica di acquisto o di scambio	631
2.2. L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria.	632
2.2.1. La maggiorazione del voto	642
2.2.2. Un regime differenziato per le PMI	647
2.2.3. La soglia del venticinque per cento.	648
2.3. L'offerta pubblica di acquisto volontaria	651
3. Il trasferimento della partecipazione di controllo delle società per azioni "chiuse"	654
<i>Bibliografia</i>	658
<i>Giurisprudenza</i>	660

Parte Quarta
INDEBITAMENTO FINANZIARIO

CAPITOLO I

PROVVISTA FINANZIARIA:
OBBLIGAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI

di *Maurizio Onza*

I. Introduzione: provvista finanziaria e paradigma obbligazionario	664
II. Tecniche di provvista finanziaria.	666
1. Le conformazioni legalmente tipiche delle pretese "da" indebitamento: le obbligazioni	666
2. L'applicazione della disciplina delle « obbligazioni »: il ruolo sistematico degli « strumenti finanziari » "comunque denominati"	668
3. Gli « strumenti finanziari partecipativi » "altri" rispetto alle azioni: il coordinamento delle regole e quattro (provvisorie) conclusioni	672
4. I limiti dell'autonomia privata nella conformazione delle pretese "da" indebitamento: il controllo di meritevolezza dell'operazione economica.	675
5. Sintesi dei profili ricostruttivi e qualche ipotesi applicativa	677
6. "Oltre" le pretese "da" indebitamento: (A) la soppressione integrale e permanente della pretesa di restituzione (c.d. apporto a fondo perduto) e (B) la collocazione c.d. <i>pari passu</i> con le pretese sociali	681
III. La disciplina delle obbligazioni	686
1. Il procedimento di emissione: la competenza, la forma e la pubblicità	686
2. I vincoli al procedimento di emissione: la funzione del limite legale all'emissione	687
2.1. Le regole: la determinazione e la disattivazione del limite.	690
2.1.1. La determinazione.	690
2.1.2. La disattivazione	693
2.2. Il limite durante lo svolgimento del rapporto.	697
3. La circolazione e la documentazione delle pretese	699
4. Il "gruppo organizzato"	702
4.1. Le regole di adozione delle deliberazioni ed i rimedi contro le deliberazioni	705

4.2. Le decisioni del "gruppo organizzato" ed il singolo partecipante	707
4.3. L'ufficio di rappresentante comune.	709
IV. Le obbligazioni convertibili	711
1. Profili generali	711
2. Il procedimento di emissione: le decisioni	715
3. La delega delle decisioni.	717
4. Il regolamento della posizione degli obbligazionisti convertibili.	719
<i>Bibliografia</i>	724
<i>Giurisprudenza</i>	729
<i>Massime notarili</i>	734

CAPITOLO II

I PATRIMONI DESTINATI A SPECIFICI AFFARI

di *Luigi Salamone*

1. Introduzione	737
2. Tipologia	738
3. Trattati tipologici comuni. Lo "specifico affare". La separazione patrimoniale contabile	740
4. I patrimoni destinati "di tipo A"	742
5. I finanziamenti destinati (detti anche patrimoni destinati "di tipo B")	746

Parte Quinta

BILANCIO DI ESERCIZIO E REVISIONE
LEGALE DEI CONTI

CAPITOLO I

IL BILANCIO DI ESERCIZIO

di *Giovanni Figà-Talamanca e Katrin Martucci*

1. La rendicontazione dell'attività di impresa. Dalla contabilità al bilancio di esercizio	753
2. Le funzioni del bilancio di esercizio	762
2.1. La funzione informativa	765
2.2. (<i>Segue</i>) L'informazione verso l'esterno	770
2.3. Funzione informativa e bilanci semplificati (artt. 2435- <i>bis</i> e - <i>ter</i>).	773
2.4. La funzione organizzativa	777

3. Le clausole generali di bilancio	779
3.1. (<i>Segue</i>) Le clausole di verità e correttezza	780
3.2. (<i>Segue</i>) La clausola di chiarezza	785
4. I principi generali di redazione del bilancio. I criteri di valutazione	793
4.1. La prospettiva della continuazione dell'attività	794
4.2. La prudenza e la realizzazione dell'utile. La dissimetria.	797
4.2.1. Il costo storico	800
4.2.2. (<i>Segue</i>) Altri criteri di valutazione	802
4.3. La competenza	808
4.4. La prevalenza della sostanza sulla forma.	809
4.5. La valutazione separata delle voci	812
4.6. La continuità dei criteri di valutazione	812
5. Il bilancio IAS/IFRS. Cenni	814
6. Approvazione del bilancio e destinazione del risultato	819
7. I vizi del bilancio	826
<i>Bibliografia</i>	828
<i>Giurisprudenza</i>	832

CAPITOLO II

LA REVISIONE LEGALE DEI CONTI

di *Roberta Colaiori*

1. Breve storia della vicenda legislativa	835
2. Caratteri generali dell'ordinamento giuridico della revisione legale dei conti	837
3. La revisione legale dei conti nella società per azioni. Differenza dalla vigilanza. I diversi "stili" di revisione	840
4. La funzione della revisione quale "rafforzatrice di fiducia": critica	843
5. I soggetti incaricati: tra esternalizzazione ed internalizzazione della funzione	844
6. Il conferimento dell'incarico: la competenza dell'assemblea (nel caso di revisione legale dei conti della società); e quella dell'amministrazione (nel caso di revisione legale dei conti dell'affare). La procedura di preselezione prevista per i revisori di enti d'interesse pubblico	846

CAPITOLO I
PROVVISTA FINANZIARIA:
OBBLIGAZIONI E ALTRI STRUMENTI FINANZIARI
di *Maurizio Onza*

I. INTRODUZIONE, PROVVISTA FINANZIARIA E PARADIGMA OBBLIGAZIONARIO. — II. TECNICHE DI PROVVISTA FINANZIARIA. — 1. Le conformazioni legalmente tipiche delle pretese “da” indebitamento: le obbligazioni. — 2. L’applicazione della disciplina delle « obbligazioni »: il ruolo sistematico degli « strumenti finanziari » “comunque denominati”. — 3. Gli « strumenti finanziari partecipativi » “altri” rispetto alle azioni: il coordinamento delle regole e quattro (provvisorie) conclusioni. — 4. I limiti dell’autonomia privata nella conformazione delle pretese “da” indebitamento: il controllo di meritevolezza dell’operazione economica. — 5. Sintesi dei profili ricostruttivi e qualche ipotesi applicativa. — 6. “Oltre” le pretese “da” indebitamento: (A) la soppressione integrale e permanente della pretesa di restituzione (c.d. apporto a fondo perduto) e (B) la collocazione c.d. *pari passu* con le pretese sociali. — III. LA DISCIPLINA DELLE OBBLIGAZIONI. — 1. Il procedimento di emissione: la competenza, la forma e la pubblicità. — 2. I vincoli al procedimento di emissione: la funzione del limite legale all’emissione. — 2.1. Le regole: la determinazione e la disattivazione del limite. — 2.1.1. La determinazione. — 2.1.2. La disattivazione. — 2.2. Il limite durante lo svolgimento del rapporto. — 3. La circolazione e la documentazione delle pretese. — 4. Il “gruppo organizzato”. — 4.1. Le regole di adozione delle deliberazioni ed i rimedi contro le deliberazioni. — 4.2. Le decisioni del “gruppo organizzato” ed il singolo partecipante. — 4.3. L’ufficio di rappresentante comune. — IV. LE OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI. — 1. Profili generali. — 2. Il procedimento di emissione: le decisioni. — 3. La delega delle decisioni. — 4. Il regolamento della posizione degli obbligazionisti convertibili.

I.

INTRODUZIONE:
PROVVISTA FINANZIARIA E PARADIGMA OBBLIGAZIONARIO

La locuzione “indebitamento finanziario” identifica la provvista di utilità da immettere nel ciclo produttivo realizzata da una società azionaria rilasciando unità *strutturalmente* con-simili alle azioni ma *funzionalmente* differenti.

Strutturalmente (anche) le unità “da” indebitamento sono: (i) *omogenee e non ulteriormente scomponibili*, frazionando la provvista per il reperimento della quale sono state emesse; (ii) tendenzialmente *suscettibili di scambio*, onde propiziare la formazione di un c.d. mercato secondario, facilitando, vale a dire, per il sottoscrittore il realizzo anticipato dell’investimento (*lato sensu*) scambiando l’unità ed incamerando il relativo prezzo; profili, l’uno e l’altro, che evidenziano la *vocazione collettiva* dell’operazione aumentando le *chances* di approvvigionamento (SPADA [1]); (iii) emesse a seguito di un *procedimento decisionale unitario*, più o meno articolato e suscettibile di ripartizione tra ufficio di amministrazione ed assemblea dei soci; e (iv) in grado di “racchiudere” (*almeno*) *pretese patrimoniali*, disciplinate in un regolamento contenuto (o meno) nella decisione di emissione ed eventualmente ripartito tra questa e l’atto costitutivo/statuto.

Logico l’apprezzamento di queste unità quali « valori mobiliari », apprezzamento che, qualificando poco o nulla [ONZA-(SALAMONE)], *associa l’operazione a regole di settore, orientate al “monitoraggio” ed alla tutela dell’uso consapevole del risparmio diffuso*, il cui momento normativo essenziale è costituito dall’obbligo dell’emittente di redigere e presentare alla competente Autorità di vigilanza il *prospetto informativo*, “pubblica mappa informativa” dell’operazione [art. 129 TUF; artt. 1, comma 1-bis, lett. b), 2° comma, e 93-bis ss. TUF. Qualifica, ancora, che ne consente il coinvolgimento nei servizi di *crowdfunding*; art. 2, 1° comma, lett. a), ii e lett. m), Reg. (UE) 2020/1053 (sugli strumenti finanziari partecipativi, PREITE).

Dal punto di vista *funzionale* (e diversamente dalle azioni) *l’emissione delle unità “da” indebitamento non si giustifica sulla base della causa societatis* ricavabile dall’art. 2247 c.c., distinguen-

dosi allora le pretese “da” *indebitamento* dalle pretese *sociali*, fondate, cioè, sulla relazione “partecipazione sociale” e “conferimento”.

Questa relazione può, per statuto, alterarsi qualora il titolare della partecipazione sociale sia diverso dal socio al quale è imputabile il conferimento corrispettivo (art. 2346, 4° comma, c.c.); ipotesi ammissibile purché quel titolare si obblighi nei confronti dell’ente ad eseguire una prestazione, il saldo dell’« attività comune » (art. 2247 c.c.) derivando dalla somma algebrica tra valore della prestazione eseguita e valore ottenuto in sede di liquidazione della partecipazione sociale (ONZA [1]).

Distinzione *non necessariamente permanente*, potendo le pretese “da” indebitamento “*evolvere*” in pretese sociali, rendendo *l’indebitamento finanziario “convertibile” in rapporto sociale*.

Alla provvista finanziaria così riguardata — attraverso la quale, in principio, l’“isolato” “debito bancario” è sostituito con il “debito verso il mercato” (MAUGERI [1]) — sono preordinate sia la *raccolta obbligazionaria* sia *tecniche diverse*. Tra le quali, spiccano gli « strumenti finanziari partecipativi » “altri” rispetto alle azioni (art. 2346, ult. comma, c.c.) e gli « strumenti finanziari » “comunque denominati” (art. 2411, 3° comma, c.c.); nonché, in tono minore per rilevanza sistematica nel diritto delle società, le più risalenti cambiali finanziarie, queste e quelli, qualificate dalla normativa regolamentare « strumenti finanziari di raccolta » del risparmio (Banca d’Italia, Disp. 8 novembre 2016, Sez. IV, § 5).

Dell’indebitamento finanziario e dell’indebitamento finanziario “convertibile” la raccolta obbligazionaria, *tipicamente preordinata alla provvista di numerario*, costituisce *nomogeneticamente antecedente* (artt. 171 ss. cod. comm. 1882) e “*prototipo*” sì da rendere il complesso di regole ad essa dedicato (artt. 2410-2420-ter c.c.) il *paradigma di riferimento*.

La pluralità di modalità attraverso le quali la provvista finanziaria può realizzarsi, da un lato, e, dell’altro, la centralità storica e normativa della raccolta obbligazionaria inducono, prima, ad indagare le diverse *tecniche di provvista finanziaria*, muovendo dall’indebitamento, chiarendone caratteristi-

che, relazioni ed individuando la disciplina applicabile; per, poi, approfondire la *disciplina delle obbligazioni*; dedicando l'attenzione, infine, alle *obbligazioni convertibili*.

II.

TECNICHE DI PROVVISATA FINANZIARIA

1. *Le conformazioni legalmente tipiche delle pretese "da" indebitamento: le obbligazioni.*

Nella conformazione tipizzata dal legislatore le pretese "da" indebitamento obbligano l'emittente: (i) alla *restituzione in numerario* dell'importo corrispettivo al valore dell'utilità assegnata al momento della sottoscrizione (pretesa di restituzione); e (ii) alla *remunerazione* dell'utilità (pretesa di remunerazione).

Nel linguaggio legale si tratta dei « diritti degli obbligazionisti » alla restituzione del « capitale » ed al pagamento degli « interessi » *"racchiusi" in unità denominate obbligazioni* (art. 2411, 1° comma, c.c.). D'onde l'applicazione della relativa disciplina: (i) sulla *competenza* (e sulle formalità) *all'emissione* delle unità, affidata in via residuale all'ufficio di amministrazione (art. 2410 c.c.); (ii) sulla *circolazione* delle unità *"agevolata"* (disciplina dei titoli di credito o funzionalmente equivalente); (iii) sulla riunione dei titolari, per le decisioni e le dichiarazioni, in "gruppo organizzato" (assemblea e rappresentante comune; artt. 2415-2419 c.c.); e (iv) sulla rappresentazione contabile delle pretese, affidata ad una posta di *debito* dello stato patrimoniale di bilancio dell'emittente [art. 2424, 1° comma, Passivo, D), nn. 1 e 2, c.c.].

Debito, poi, *deciso "unilateralmente"* dall'emittente che *"crea" e "mette sul mercato" una (nuova) passività "da" indebitamento: "stabile"*, cioè tipicamente a durata significativa (FERROLUZZI [1]); ed *"anonima"*, perché soggettivamente indistinta (salvo eccezioni testuali: art. 2412, 2° e 5° comma, c.c.), ren-

dendo *a destinatario variabile* l'adempimento dell'emittente (SPADA [2]). Ne segue l'esigenza, intuitiva, di contenere il *quantum* di indebitamento entro un limite massimo (art. 2412 c.c.).

La "stabilità" del debito contribuisce a differenziare la raccolta obbligazionaria da altri strumenti di provvista "da" indebitamento: la scadenza di 36 mesi è misura massima per le cambiali finanziarie e minima per beneficiari di vantaggi fiscali in caso di emissione dei c.c.dd. mini-bond (art. 1, 1° comma, l. n. 43/1994 e art. 32, 19° comma, d.l. n. 83/2012). Il tendenziale "anonimato" della provvista "da" indebitamento caratterizza la provvista *delle società azionarie*, modello organizzativo elettivo dell'attività imprenditoriale in grado di soddisfare le esigenze *oggettive* riferite *all'impresa in quanto tale* (ANGELICI [1]) dando conto: (i) *dell'indifferenza dello scopo perseguito dal modello organizzativo*, questa tecnica essendo accessibile anche alle società (azionarie) cooperative, alle società di mutua assicurazione e, probabilmente, alle società (azionarie) consortili nonché alle società (azionarie) c.c.dd. benefit e qualificate "imprese sociali"; (ii) *del divieto dell'emissione di obbligazioni per le società personali*; (iii) *della disciplina deviante delle s.r.l.*, in cui la sottoscrizione di unità "da" indebitamento (i titoli di debito) deve essere destinata a finanziatori "professionali" e "vigilati" (art. 2483 c.c.), con tendenziale preclusione alla trasformazione (ed a fusioni e scissioni implicanti una trasformazione) pendente l'indebitamento (salvo conformazioni compatibili del regolamento e delle unità; PUPO); disciplina che, per alcuni profili (segnatamente quanto alla garanzia della solvenza), si riavvicina a quella delle società azionarie in caso di predestinazione pattizia ad investitori professionali (art. 2483, 3° comma, c.c. come introdotto dall'art. 7 l. n. 21/2024; CACCHI PASSANI; *ultra*, III, § 2.1.2.); e (iv) *della sottrazione della raccolta obbligazionaria delle banche a larga parte del diritto comune*, in quanto espressione dell'attività di « raccolta di risparmio tra il pubblico », co-elemento dell'esercizio dell'impresa bancaria; sottrazione logicamente in grado di disattivare ogni divieto radicato sul modello organizzativo dell'impresa (art. 12 TUB; BRESCIA MORRA).

La descritta conformazione delle pretese "da" indebitamento è suscettibile di *alterazioni pattizie*, sperimentate nella prassi degli affari e in discipline settoriali (nel diritto bancario, segnatamente) ed ora *tipizzate dal diritto scritto*.

Nei commi 1° e 2° dell'art. 2411 c.c. sono abilitati regolamenti di emissione: (i) che "collocano", "ordinando" e "graduando", per l'intero o parzialmente, la pretesa di restituzione o (anche) la pretesa di remunerazione nelle altre pretese

creditorie, individuali o aggregate per classi, attraverso *clausole cc.dd. di subordinazione*; e (ii) che parametrano la pretesa di remunerazione, nel tempo e nel *quantum*, a parametri non arbitrari (cioè « oggettivi ») *anche* connessi all'« andamento economico della società », predisponendo *clausole cc.dd. di indicizzazione o di partecipazione* (art. 2411, 1° e 2° comma, c.c.).

Tipizzata nella disciplina *ad hoc* sui cc.dd. mini-bond è la conformazione della pretesa di remunerazione dipendente dalla partecipazione « al risultato economico dell'impresa », eventualmente connessa a (pure tipizzate) *clausole cc.dd. di subordinazione*, accessibili a raccolte « selezionate » sulla base di condizioni soggettive dell'emittente ed oggettive delle pretese (art. 32, 19° e 24° comma, d.l. n. 83/2012). Tipizzazioni inespressive di fattispecie essendo dettate per finalità essenzialmente agevolative (CIOCCA; meno convinta CANALINI).

Legalmente tipiche o tipizzate dalla prassi sono pure alcune modalità di adempimento delle pretese.

Esemplarmente: il pagamento con valuta estera o con opzione di piazza, in unica soluzione o con ammortamento, affidando al sorteggio l'individuazione delle pretese da adempiere alle singole scadenze la cui regolarità è assicurata e documentata dall'obbligo di un'assistenza funzionale (rappresentante comune) o, in mancanza, professionale (notaio; art. 2420 c.c.); l'adempimento anticipato a mezzo acquisto delle unità in circolazione da parte dell'emittente (eventualmente con la garanzia prevista nella clausola c.d. *make-whole*: art. 1, comma 1-bis.1, TUF), soggetto, in assenza di previsione nel regolamento, alla procedura di modificazione del « prestito » (art. 2415, 1° comma, n. 2, c.c.). Accessorio all'adempimento, quale incentivo alla sottoscrizione o all'acquisto delle unità, funge la corresponsione di un premio in denaro o in natura, attualizzato e distribuito tra tutti i titolari in caso di liquidazione giudiziale dell'emittente (art. 157 cod. crisi; per un primo commento, DE FILLIS).

2. L'applicazione della disciplina delle « obbligazioni »: il ruolo sistematico degli « strumenti finanziari » « comunque denominati ».

Della disciplina delle « obbligazioni » l'art. 2411, 3° comma, c.c. comanda l'applicazione *anche* alla provvista finanzia-

ria il cui regolamento stabilisca *la dipendenza dell'importo della pretesa di restituzione dall'« andamento economico della società »*, rendendo, quindi, il *quantum* da restituire *variabile*.

Da tale parametro può pattiziamente dipendere, in via alternativa o (deve ritenersi) cumulativa, il *momento dell'adempimento* della pretesa di restituzione.

Questa possibile conformazione delle pretese è testualmente « racchiusa » in unità dalla locuzione « strumenti finanziari, comunque denominati ».

Ne deriva che il presupposto dell'applicazione della disciplina delle « obbligazioni » si puntualizza *nella costanza della (pretesa di) restituzione di un importo in numerario, corrispettivo al valore dell'utilità ottenuta con la sottoscrizione dell'unità, connesso (gli « strumenti finanziari, comunque denominati ») o non (le « obbligazioni ») all'andamento economico della società*.

È sufficiente la *conformazione giuridica* di questa pretesa, cui corrisponde l'obbligo di restituzione dell'emittente, per applicare la disciplina delle « obbligazioni », essendo irrilevante la circostanza, di per sé economica, dell'eventuale azzeramento dell'importo da restituire.

Dall'angolo visuale del procedimento di emissione e della circolazione delle unità sono da inquadrare le eventuali anomalie della decisione di emissione e della sua opponibilità.

A questa applicazione, poi, è *indifferente la selezione della causa che sorregge lo spostamento patrimoniale, complessivo e di ogni singolo titolare (sottoscrittore o, a fortiori, acquirente)*.

È *pure indifferente* è la « denominazione » *convenzionale delle unità che quella pretesa di restituzione titolano*. Nonostante la (plausibile) riconoscibilità di fattispecie distinte, unità con *nomina* diversi sono disciplinate dalle medesime regole: sicché la *prevalenza del contenuto negoziale sul nome* dovrebbe scongiurare interventi di riqualificazione coattiva o il disconoscimento dei precetti pattizi a tutela dei sottoscrittori/acquirenti, quali rimedi allo scarto tra la conformazione delle pretese ed il *nomen* convenzionalmente assegnato.

In ipotesi: pretese di restituzione di un importo connesso con l'«andamento economico della società» racchiuse in unità nominate «obbligazioni» (diversamente, BRANCADORO; DONATIVI).

Un «ribaltamento» di prospettiva, viceversa, potrebbe discendere dall'applicazione di regole di settore e, tra tutti, per la tutela del risparmio in cui la *valenza segnaletica del nome del "prodotto" offerto presenta un significato normativo pregnante*, presupposto per quella stabilità di flussi di domanda e offerta indispensabile alla formazione ed al riconoscimento di un mercato.

Così, per esempio, la quotazione delle «obbligazioni strutturate» è ammissibile solo se a tale denominazione si connetta una conformazione delle pretese di restituzione che assicuri un «rimborso (...) ad un prezzo [non] inferiore al (...) valore nominale» dell'unità (art. 2.2.27 e 2.2.29 Reg. Borsa Italiana 8.4.2024); nonché rispetto al divieto di denominazioni che possano ingenerare confusione con i titoli di «raccolta bancaria» (Banca d'Italia, Circ. 8 novembre 2016, Sezione IV, § 4). Del resto, la «fattispecie obbligazione» potrebbe variare, seguendo un metodo ormai assestato (IRTI), a seconda del contesto normativo di riferimento senza richiedere di individuare una «fattispecie obbligazione» da presupporre per l'applicazione di ogni disciplina a quella denominazione ancorata: dovendosi, esemplarmente, ricercare una fattispecie di obbligazione nella «raccolta del risparmio» per applicare la libertà di taglio minimo di cui queste unità sono esclusive destinatarie (art. 5, 1° comma, Del. C.I.C.R. n. 1058/2005 e art. 12-ter TUB; Banca d'Italia, Disp. 8 novembre 2016, Sezione IV, § 4).

D'altra parte, proprio la costanza della pretesa di restituzione ribadisce l'isolamento delle pretese «da» indebitamento dalle pretese sociali corrispettive ad un conferimento che identificano la causa societatis.

La provvista dei mezzi necessari per lo svolgimento dell'attività di impresa mediante il rilascio di unità, pertanto, si scompone in, e si differenzia tra, *attribuzione e destinazione* (SPADA [3]): tra utilità attribuite, *sempre* (in thesi), *da restituire in numerario, con importo eventualmente variabile, e la cui raccolta è solo eventuale*; ed utilità destinate *causa societatis, caratterizzate dall'assenza di un obbligo di restituzione e la cui dotazione è* — (in una o altra misura) per la costituzione della società e la sua persistenza — *insopprimibile*.

Il che, da un punto di vista soggettivo, significa distinguere tra *soci e finanziatori "diversi"* («obbligazionisti» o titolari di «strumenti finanziari comunque denominati»).

L'art. 32 d.l. n. 83/2012, nonostante non declini alcuna fattispecie, offre qualche conferma sistematica: (i) *il limite* alla conformazione della clausola c.d. di subordinazione, costituito dalla *posizione sociale tipica ed esclusiva del sottoscrittore* «del capitale sociale» (20° comma), restando conseguentemente preclusa la postergazione oltre la «soglia» dell'art. 2467 c.c. (ZANARONE); (ii) *il divieto* di conformazioni della clausola c.d. di partecipazione *tali da sopprimere la partecipazione dei soci agli utili* (art. 2265 c.c.), essendo necessario il rispetto della proporzione «obbligazioni cc.dd. partecipanti in circolazione/patrimonio netto» per la determinazione del valore della «parte variabile» dell'importo della pretesa di remunerazione (21° comma); e (iii) *la qualifica siccome "costo" della componente variabile della remunerazione* nelle pretese «subordinate» e «partecipanti» (24° comma). Inespressivo di un principio generale, al contrario, appare il divieto della «variabilità del corrispettivo» per il «diritto di rimborso in linea capitale» (23° comma), essendo tale variabilità ammessa e regolata nel diritto comune (art. 2411, 3° comma, c.c.), ponendosi al più un problema di *nomen* delle unità. Coerentemente nella normativa regolamentare *le pretese "subordinate" e "partecipanti"* (art. 32, 24° comma, d.l. n. 83/2012) sono «strumenti di raccolta» del risparmio connotati, come tutti questi, dall'obbligo di «rimborso» (Banca d'Italia, Disp. 8 novembre 2016, Sezione I, § 3; e art. 1, comma 1-bis, l. n. 130/1999, nel quale all'indebitamento si contrappongono i «titoli rappresentativi del capitale sociale, [i] titoli ibridi [e i] titoli convertibili»).

L'ammissibilità della «variabilità» dell'importo da restituire e l'indifferenza, in definitiva la «variabilità» della causa e, nei limiti cennati, del *nomen* legittimano *attribuzioni di utilità*: (i) *diverse dal numerario* e, particolarmente, *d'opera e servizi* (ONZA [2]); e (ii) *indirette*, come avviene per l'indebitamento emesso *causa solvendi* (SPADA [1]).

L'emissione di obbligazioni può costituire il corrispettivo dell'acquisto di azioni [per un esempio testuale, si legga l'art. 19, 2° comma, lett. c), d.l. n. 237/2016 nell'ambito delle «misure di ricapitalizzazione delle banche nel contesto della crisi finanziaria»].

3. *Gli « strumenti finanziari partecipativi » “altri” rispetto alle azioni: il coordinamento delle regole e quattro (provvisorie) conclusioni.*

La provvista finanziaria può realizzarsi anche con l'emissione di « strumenti finanziari partecipativi » “altri” rispetto alle azioni: unità che “racchiudono” *almeno* pretese « patrimoniali » (ONZA [2]; contrario LENER) ed *eventualmente* diritti « amministrativi », per il rilascio delle quali si richiede una *prestazione* (« apporto ») del sottoscrittore socio o non (art. 2346, ult. comma, c.c.). Conseguenza dell'attribuzione di diritti amministrativi è una “*interlocuzione*” *rafforzata* con l'emittente, essendo il consenso di questi finanziatori indispensabile per l'efficacia di decisioni sociali pregiudizievoli (art. 2376 c.c.). E non sembrano esservi ostacoli ad includere, tra i diritti amministrativi di cui queste unità possono essere dotate, il diritto “*di conversione*” della *pretesa patrimoniale in pretesa sociale*.

L'attribuzione del diritto di voto è, per un verso, limitata (art. 2346, ult. comma, c.c. e 2351, 5° comma, c.c.; sul diritto di nomina dei preposti, Massima n. 168 del Consiglio Notarile di Milano); e, per l'altro, provoca, in alcuni casi, l'evoluzione in *partecipazione insopprimibile a talune decisioni sociali* (si pensi alla soppressione dei documenti cc.dd. preparatori nei procedimenti di fusione e di scissione; ultimo comma degli artt. 2501-*quater*, 2501-*quinquies*, 2501-*sexies* c.c. e art. 2506-*ter*, 3° comma, c.c.). Rafforzamenti *oggettivamente diversi dal “modello” del “gruppo organizzato” degli obbligazionisti*, dove il “dialogo” con l'organizzazione dell'emittente gravita, direttamente, indirettamente, a monte o a valle, *sul contenuto del regolamento di emissione* (art. 2415, 1° comma, c.c.).

L'emissione suppone, e di questa tecnica è il tratto più significativo (STELLA RICHTER JR. [1]; ANGELICI [2]), una *clausola statutaria* (emissione di competenza dell'assemblea straordinaria dei soci, quanto alla decisione, essendo intestata sull'ufficio di amministrazione la sola attività esecutiva conseguente: Massima n. 163 del Consiglio Notarile di Milano). Il che, a sua volta, ne manifesta *uno specifico grado di integrazione nel rapporto sociale*. Una “copertura statutaria”: (i) inessenziale nella disciplina delle « obbligazioni »; ed (ii) alla quale è stret-

tamente connessa la previsione statutaria di sanzioni per l'inadempimento dell'(obbligo di) apporto (da non rendere oggetto di stima: STANGHELLINI).

La circolazione di questi strumenti può avvalersi del regime dei titoli di credito e della cessione del contratto (ONZA [2]) ma non (forse) di quello degli strumenti finanziari “digitalizzati” non essendo, parrebbe, ad esso testualmente assoggettabili (d.l. n. 25/2023; *ultra*, III, § 3).

Ebbene, tra queste unità (« strumenti finanziari partecipativi » “altri” rispetto alle azioni) e le unità soggette alla disciplina delle « obbligazioni » (« obbligazioni » e « strumenti finanziari » “comunque denominati”) vi può essere *coincidenza, potendosi conformare regolamenti di emissione ed unità con caratteristiche identiche*.

Si pensi ad unità, prive di diritti amministrativi, circolanti che obbligano l'emittente alla restituzione di un importo in numerario, variabile o non, corrispettivo ad un apporto.

Se non si vuole affidare al *nomen* delle unità la scelta della disciplina applicabile, prospettiva adeguata solo in caso di previsione di regole specifiche (segnatamente, per la tutela del risparmio), si deve concedere *un coordinamento di regole* così articolato: (i) dal punto di vista dell'applicazione della “copertura statutaria”, *la previsione di un apporto* corrispettivo all'emissione dell'unità è del tutto *inespressiva*; viceversa, quella “copertura” è *indispensabile* per la dotazione di diritti amministrativi, da cui deriva l'applicazione dei rafforzamenti dell’“interlocuzione” con l'emittente: e (ii) dal punto di vista dell'applicazione della disciplina delle « obbligazioni », ad essa è soggetta ogni emissione *il cui regolamento preveda una pretesa di restituzione di un importo in numerario, variabile o non*.

Possono trarsi quattro provvisorie conclusioni.

La prima.

Ogni emissione che preveda *questa pretesa di restituzione è regolata dalla disciplina delle « obbligazioni »* alla quale, però, si aggiunge la “copertura statutaria” in caso di attribuzione di *diritti amministrativi*; attribuzione che provoca il rafforzamento del “gruppo organizzato” nell'interlocuzione con l'emittente.

La seconda.

Sottratte alla disciplina delle « obbligazioni » e soggette integralmente alla disciplina degli « strumenti finanziari partecipativi » “altri” (non necessariamente da costruire come unità in serie e di massa per SPOLAORE) rispetto alle azioni sono le emissioni che *conformano pretese patrimoniali non coincidenti con la pretesa di restituzione*; conformazioni di cui deve indagarsi l'ammissibilità delineando condizioni e limiti dell'autonomia privata. Pretese, dunque, che si collocano “oltre” le pretese “da” indebitamento.

La terza.

Sempre queste condizioni e questi limiti dovrebbero orientare la valutazione della *legittimità di conformazioni atipiche della pretesa di restituzione*: che, da un canto, appunto prevedendo la pretesa di restituzione provocano l'applicazione della disciplina delle « obbligazioni »; ma che pure, dall'altro, proprio in quanto *atipiche* potrebbero supporre la “copertura statutaria”, o comunque un consenso sociale, esibendo un'integrazione nel rapporto sociale sistematicamente incongrua all'affidamento della competenza all'emissione (solo) all'ufficio di amministrazione (art. 2410 c.c.).

L'ultima.

Il diritto “di conversione” della *pretesa patrimoniale in pretesa sociale*, per un canto, *richiede sempre un consenso sociale* e, per l'altro, può restituire una qualche (minima) valenza al *nomen* dell'unità, in punto di condizioni di emissione: nelle « obbligazioni convertibili », occorrendo una deliberazione dell'assemblea in sede straordinaria (art. 2420-bis, 1° comma, c.c.) o, con previsione statutaria, una decisione dell'ufficio di amministrazione (art. 2420-ter, 1° comma, c.c.); essendo, per l'emissione di unità con *nomen* diverso, richiesta la “copertura statutaria”. Se, poi, debba applicarsi la disciplina delle « obbligazioni convertibili in azioni », o passi di questa, è questione che si pone solo nell'ipotesi di conformazioni (se ammissibili) della pretesa patrimoniale (prima della conversione o non “convertita”) non riconducibili alla pretesa di restituzione.

Ragionare di coordinamento appare, quindi, più conducente rispetto all'autorevole teorica che propone il ricorso all'analogia (LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO). Un'impostazione non dissimile distingue tra concetto “tipologico” e concetto “normativo” di obbligazione (FERRI Jr.).

4. *I limiti dell'autonomia privata nella conformazione delle pretese “da” indebitamento: il controllo di meritevolezza dell'operazione economica.*

L'individuazione dei limiti all'autonomia privata nella conformazione delle pretese “da” indebitamento è stata condotta essenzialmente misurando l'“elasticità delle obbligazioni” (GALLETTI) e tentando la riconduzione dei regolamenti di emissione ad uno o altro schema conosciuto dall'ordinamento giuridico.

Esemplarmente: (i) mutuo “collettivo”, nell'ipotesi “tipica” di pretese di restituzione del « capitale » e di corresponsione di « interessi » (PETTITI; CAMPOBASSO [1]; PATRIARCA; *in nuce*, VIVANTE); (ii) mutuo o mutuo c.d. a tutto rischio in caso obbligazioni “subordinate” (PORTALE [1], [2]); (iii) associazione in partecipazione o mutuo c.d. parziario, qualora la remunerazione sia “partecipante” (CAMPOBASSO [1]); e (iv) rendita perpetua c.d. semplice in assenza di rimborso e termine di durata (CIOCCA).

L'incertezza dei risultati consiglia un cambio di prospettiva, suggerendo l'uso, già saggiato in altri campi (SANFILIPPO), dello strumento previsto dall'ordinamento *per selezionare la rilevanza dell'atipico*: il controllo di meritevolezza trascritto nell'art. 1322, 2° comma, c.c., da indirizzare verso *gli interessi perseguiti* e, prima ancora, *selezionati dell'emittente* (ONZA [3]).

Un controllo, questo, capace di investire il regolamento di emissione e le sue singole clausole, da svolgere, allora, *in concreto*: da riguardare in sé e nel suo contesto; nel contesto, più precisamente, *del complesso dell'operazione economica* (GABRIELLI).

Una prospettiva che ben si ataglia alla *dinamicità dell'attività d'impresa* ed all'eventuale coinvolgimento di più fonti pattizie (atto costitutivo/statuto e regolamento di emissione), restando tuttavia ben distinta da quella (qui meno utile) del collegamento negoziale (FARACE).

In assenza di contrasto con *norme incompatibili ed inderogabili* da rintracciare di volta in volta, si deve valutare se il contenuto (LIPARI) della regolamentazione negoziale *esprima in concreto un assetto di interessi*: (i) *ragionevole* (PALERMO) tra le parti ed in relazione agli interessi generali la cui tutela è riconosciuta (e, da un punto di vista evolutivo, desiderata) dall'ordinamento; e (ii) *realizzabile in termini di coerenza delle singole clausole*, rifuggendo da posizioni e riconduzioni astratte e svolgendo, al contrario, *un temperamento tra gli interessi, privati e generali, coinvolti nella singola operazione voluta*.

Conciliando, così, le tesi che mettono l'accento sugli interessi delle parti (C. SCOGNAMIGLIO; TUCCI) e quelle che valorizzano i principi generali dell'ordinamento mobilitati dall'atto e dal contesto dell'atto (LIBERTINI): non solo occorre *una dose di ragionevolezza tra ciò che si promette e ciò che si ottiene*; ma pure è necessaria la *compatibilità con quei principi generali*.

E ciò sul presupposto che se un assetto di interessi, lecito, espresso dall'autonomia privata è stimato "immeritevole" rispetto ad un certo principio generale, lo stesso assetto potrebbe dirsi "meritevole" se raffrontato ad altro principio generale che, nel caso concreto, l'ordinamento tende a ritenere prevalente rispetto al primo. Che, vuol dirsi, proprio rispetto all'attività di impresa, un principio generale non escluda l'altro, potendo, sulla base del caso concreto, prevalere l'uno o l'altro.

Per dare rapida contezza di quanto si viene dicendo, nell'apprezzamento della legittimità del regolamento di emissione o di singole clausole si potrebbe considerare: (i) la "finalità", dichiarata o non, del concreto indebitamento osservato, quando, per esempio, sia diretto al superamento di una crisi, attuale o potenziale, dell'impresa, apprezzando anche la c.d. volontà extra-negoziale (FARACE); o (ii) la destinazione soggettiva della sottoscrizione delle unità o della successiva circolazione, nel caso, sempre in via esemplificativa, di indebitamento "riservato" a, e conformato alle esigenze dei, creditori (eventualmente "professionisti dell'investimento") in quel momento "protagonisti" della sussistenza dell'impresa (: della sua continuità aziendale) o per essa comunque decisivi.

5. Sintesi dei profili ricostruttivi e qualche ipotesi applicativa.

I profili ricostruttivi abbozzati corrono lungo tre linee direttrici: (i) la "variabilità" della causa del regolamento di emissione e la tendenziale indifferenza del *nomen* delle unità *depotenzia*, nella ricerca dei limiti all'autonomia privata nella conformazione delle pretese, *la sua irriducibilità ad uno schema tipico*; (ii) piuttosto, di ogni regolamento di emissione, non contrario a norme incompatibili ed inderogabili, *deve apprezzarsi, in sé e rispetto alle singole clausole, la concreta meritevolezza* (ONZA [3]); e (iii) in assenza di prescrizioni che obbligano alla rilevanza "forte" del *nomen* delle unità (segnatamente a tutela del risparmio), le regole applicabili possono ricavarsi dal *coordinamento* della disciplina delle « obbligazioni » con le regole previste per gli « strumenti finanziari partecipativi » "altri" rispetto alle azioni, in relazione, in particolare, alla *necessità della "copertura statutaria"* o, comunque, *di un consenso sociale*.

Il che, sotto altro profilo, appare congruente, e denso di conseguenze, con l'emersione dell'indebitamento nella *crisi dell'impresa*, operando quale *tecnica di ristrutturazione dei debiti e di soddisfazione dei crediti* eventualmente convertendo il *debito* in poste del patrimonio netto [artt. 87, 1° comma, lett. d), 240, 2° comma, lett. c), cod. crisi.; e art. 4-bis, 1° comma, lett. c), d.l. n. 347/2003; sul tema, nel diritto pre-vigente, D'ATTORRE [1]; successivamente, STANGHELLINI; RINALDI; PERCOCO].

D'onde, e se ne offre un compendio, la verifica, secondo una luce diversa, della plausibilità di *regole pattizie che si discostano dalle conformazioni legalmente tipizzate delle pretese, precisandone, di riflesso, i contenuti precettivi*.

(A) Sulle clausole cc.dd. partecipanti.

(A') L'individuazione del referente del parametro "tipico": l'« andamento economico della società ».

Il referente del parametro "tipico", l'« andamento economico della società », dal quale può dipendere la pretesa di remunerazione e la pretesa di restituzione (art. 2411, 2° e 3° comma, c.c.) non risulta chiaro *quando la "variabilità participa-*

tiva” *incide* (non già sul tempo dell’adempimento bensì) *sul quantum della pretesa*, evocando una “partecipazione” ad un risultato sociale (*lato sensu*) di pertinenza innanzitutto dei soci.

Certamente legittima è la partecipazione che *non comporti alcuna “condivisione” con i soci del risultato sociale*, intervenendo, per così dire, *prima che questo, nella prospettiva dell’appropriazione del socio, si “formi”*: il che avviene, esemplarmente, nella partecipazione agli utili di esercizio, di gestione o non (COLOMBO).

Più complessa è la possibilità di “assegnare” il risultato sociale “formato” (esemplarmente, gli utili di bilancio, gli utili distribuibili, quelli di cui si è decisa la distribuzione): non solo si dovrebbe *riservare una parte di quel risultato ai soci*, onde non violare indirettamente il divieto del patto leonino (art. 2265 c.c.); non solo *sarebbe imprescindibile* il vaglio, in concreto, della meritevolezza; ma, e prima ancora, occorrerebbe un consenso sociale da adottare all’unanimità qualora l’assegnazione insistesse *sugli utili di cui si è decisa la distribuzione* (spunti in STANGHELLINI). Ipotesi, benché empiricamente improbabile, nei limiti cennati giuridicamente ammissibile: alcun principio, in astratto, esclude *l’assunzione dell’obbligo di disporre del dividendo da parte di tutti e di ciascun socio*, in caso di utili distribuibili e di cui l’assemblea decida la distribuzione. E neppure di ostacolo deve ritenersi il carattere non arbitrario del parametro previsto per le clausole cc.dd. partecipative della pretesa di remunerazione (art. 2411, 2° comma, c.c.): vincolo da pensare piuttosto *a tutela della consistenza patrimoniale dell’emittente* che del sottoscrittore/acquirente; disattivabile, quindi, con il consenso dei soci (contrari PATRIARCA; PICCARDI e, riflettendo sul d.l. n. 83/2012, A. GIANNELLI [1]; ZANARONE).

Il che non ne esclude la rilevanza ad altri fini, essendo quella oggettività un elemento essenziale alla pretesa di restituzione nella disciplina regolamentare sulla “raccolta del risparmio” (art. 1, 2° comma, Del. C.I.C.R. n. 1058/2005; Banca d’Italia, Disp. 8 novembre 2016, Sezione II).

(A”) L’ammissibilità di parametri diversi dall’« andamento economico della società » per la pretesa di restituzione.

Le clausole che rendono *variabile la pretesa di restituzione* avvalendosi di parametri *diversi* all’« andamento economico della società » *non incidono affatto sulla sussistenza della pretesa*, attivabile quindi al momento dell’adempimento, non interferendo con l’applicazione della disciplina della raccolta obbligazionaria e, *quanto alla variabilità dell’importo*, con il limite legale all’emissione (art. 2412 c.c.) da conteggiare (non sulla “futura” pretesa di restituzione, il cui valore “finale” non è pre-determinabile, bensì) *sul valore di emissione della pretesa*, sempre individuato *ex antea*; come in effetti accade nell’ipotesi, tipizzata dall’art. 2411, 3° comma, c.c., di connessione all’« andamento economico della società ».

Ne segue la legittimità dell’operazione se ed in quanto valutata meritevole.

Istruttiva è la storia della variabilità dell’importo della pretesa di remunerazione delle obbligazioni, ora prevista dall’art. 2411, 2° comma, c.c., che fu escogitata ai fini di contenimento del rischio da svalutazione monetaria (COTTINO). Sicché, per esempio, sembra ammissibile parametrare l’importo della pretesa di restituzione: (i) al valore di azioni prese a riferimento (come accade nei cc.dd. *equity natural convertible bond*, sui quali A. GIANNELLI [2]); e (ii) ad uno specifico affare [come attesta l’art. 2447-ter, 1° comma, lett. e), c.c.; in tema, PATRIARCA].

(A’’) La (in)sussistenza di limiti alla variazione dell’importo della pretesa di restituzione.

Non si riscontrano limiti, né verso l’“alto” né verso il “basso”, alla variazione dell’importo della pretesa di restituzione dovendosi, ancora una volta, apprezzare la *meritevolezza*, in concreto, del regolamento di emissione che tali variazioni preveda: tanto in caso di parametro “tipico” (l’« andamento economico della società ») quanto in caso di parametri diversi.

Del resto alle tesi che stimano sussistente un limite verso l’“alto”, espressione di un (supposto) divieto restituzioni superiori alla “raccolta” (GINEVRA; VALZER [1]; in tema CIAN) onde prevenire *un’incidenza negativa sulla consistenza patrimoniale dell’emittente*, si potrebbe obiettare che tale *incidenza può ben*

realizzarsi attraverso le (testualmente ammesse) clausole cc.dd. partecipative della pretesa di remunerazione (art. 2411, 2° comma, c.c.) e che non si scorgono, sotto questo profilo, ragioni astratte per trattamenti differenziati tra pretesa di restituzione e pretesa di remunerazione. Semmai proprio questa esigenza potrebbe imporre la non arbitrarietà del parametro per ogni pretesa (di remunerazione e di restituzione) “partecipativa” (PATRIARCA); vincolo però disattivabile con il consenso sociale.

Qualche esempio può risultare utile: *ex latere debitoris* al superamento del vaglio di meritevolezza potrebbe contribuire la previsione di soglie massime di variazione o l'esclusione di parametri, benché non arbitrari, eccessivamente nel *quantum* fluttuanti; mentre, dal punto di vista della tutela del sottoscrittore e del suo grado, potrebbe rilevare la di lui “professionalità dell'investimento” al momento dell'emissione o successivamente.

(B) Sulle clausole cc.dd. di subordinazione: le pretese cc.dd. irredimibili.

La permanenza giuridica della pretesa di restituzione configura il limite astratto all'intensità della “subordinazione” delle pretese “da” indebitamento, combinando, *proporzionalmente, variabilità dell'importo e tempo dell'adempimento*.

Vale a dire: “più” la pretesa è subordinata più l'adempimento è, nel tempo, lontano e, nell'importo, condizionato dall'adempimento della pretesa “meno” subordinata.

In concreto, la clausola c.d. di subordinazione *deve essere predisposta ed inserita nel contesto negoziale in modo da poter concretamente operare*, tenendo conto, soprattutto, della sua rilevanza obbligatoria essendo, quindi, inopponibile a chi non è parte del regolamento di emissione. *Con tali cautele e purché dalla “subordinazione” derivi — direttamente o indirettamente, prima o poi — un obbligo di restituzione sono da ritenersi legittime le obbligazioni cc.dd. irredimibili*, in cui la “subordinazione” è totale e permanente (nella Massima n. 84/2022 dell'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, si propende, in caso di « obbligazioni ibride perpetue subordinate », per l'iscrizione

nel patrimonio netto di una riserva da ricostituire, quando erosa per perdite, prima di qualunque distribuzione ai soci, restando inapplicabile, quindi, il limite dell'art. 2412 c.c.; di recente MAROCCHI).

(C) Sulle pretese di restituzione e di remunerazione congiuntamente “partecipative” e sulla soppressione della pretesa di remunerazione.

Il controllo di meritevolezza, l'eventuale consenso sociale e la disciplina a tutela del risparmio presidiano l'ammissibilità di un regolamento di emissione: (i) che preveda pretese di restituzione e di remunerazione congiuntamente “partecipative”; e (ii) che sopprima la pretesa di remunerazione (pretesa che non potrebbe pattiziamente sopravvivere al rimborso del capitale prestato: Rossi; secondo la Massima n. 164 del Consiglio Notarile di Milano per la qualifica di strumento finanziario partecipativo in assenza di diritti patrimoniali sarebbe necessaria l'attribuzione di diritti amministrativi).

6. “Oltre” le pretese “da” indebitamento: (A) *la soppressione integrale e permanente della pretesa di restituzione (c.d. apporto a fondo perduto) e (B) la collocazione c.d. pari passu con le pretese sociali*.

(A) *La soppressione integrale e permanente della pretesa di restituzione (c.d. apporto a fondo perduto)*. Occorre interrogarsi sull'ammissibilità della *soppressione giuridica, integrale e permanente, della pretesa di restituzione* dalla quale conseguirebbe, secondo il quadro ricostruttivo proposto, l'inapplicabilità della disciplina delle « obbligazioni » che quella pretesa presuppone.

Profilo, questo, che conduce a concentrare l'attenzione sugli « strumenti finanziari partecipativi » “altri” rispetto alle azioni (art. 2346, ult. comma, c.c.), prevedendo un *regolamento*, abilitato dalla “copertura statutaria”, *di emissione di unità che*

non “racchiudono” alcuna pretesa di restituzione dell'utilità apportata, configurando, pertanto, questa utilità siccome “apportata a fondo perduto”.

L'ipotesi in esame non può ricondursi a contratti tipici o varianti di contratti tipici in cui l'obbligo di restituzione a fronte di un apporto è comunque previsto sebbene l'importo da restituire possa ridursi a zero (si pensi all'associazione in partecipazione ed alle cc.dd. cointeressenze).

Dal punto di vista concettuale, l'ipotesi in discorso suppone la riconoscibilità di uno scarto tra la pretesa del socio e la pretesa di restituzione, collocandosi “oltre” l'indebitamento ed “oltre” la *causa societatis*; dunque, in uno spazio giuridico atipico che, in quanto tale, richiede, ancora una volta, la verifica della meritevolezza in concreto dell'operazione.

Verifica il cui esito positivo non può affatto escludersi: è il caso del “salvataggio” dell'impresa da parte di creditori molto “esposti”, ottenendo, ad esempio, una remunerazione ed attribuendo, allo scopo, diritti amministrativi oppure il diritto “di convertire” l'unità in azioni.

Assistita dalla meritevolezza la soppressione della pretesa di restituzione parrebbe ammissibile, rendendo l'utilità apportata un *provento straordinario dell'emittente* con conseguente incremento, stabile e *sine die*, del suo patrimonio.

Ciò nondimeno, proprio siffatta soppressione potrebbe apprezzarsi quale *atto in pura perdita* da qualificarsi allora siccome *donazione*: imponendone “la salvezza tramite la forma” (SACCO-DE NOVA), da un canto; e, dall'altro, escludendo l'applicazione dell'art. 2346, ult. comma, c.c. Si trascorrerebbe dalla *provvista finanziaria*, scomposta in unità, ad un “isolato” contratto di donazione disciplinato dagli artt. 769 ss. c.c.

Epperò la qualificazione di donazione, nonostante la soppressione della pretesa di restituzione, *potrebbe essere esclusa*: (i) dalla *necessaria attribuzione di pretese patrimoniali* (evidentemente diverse dalla pretesa di restituzione) *coesenziali alla provvista finanziaria* a mezzo « strumenti finanziari partecipativi » “altri” rispetto alle azioni (una pretesa di remunerazione, per esempio); e, *a fortiori* (ii) dalla attribuzione *anche di diritti amministrativi* (compreso il diritto “di convertire” le uni-

tà in azioni). L'una e l'altra manifestando, per il sottoscrittore, un *interesse economico* che giustifica l'apporto irriducibile all'“*animus*” che connota la donazione.

Del resto, in questo contesto, la “copertura statutaria” sistematicamente fungerebbe da “forma” rafforzata di un'operazione, sebbene non in pura perdita (stante l'attribuzione di altre pretese e diritti), sorretta comunque da una causa (avvertita) “debole”.

(B) *La collocazione c.d. pari passu con le pretese sociali*. Il regolamento di emissione, poi, potrebbe, mercé clausole cc.dd. *pari passu*, conformare la pretesa di restituzione quale pretesa “residuale” concorrente con quella dei soci: pretesa che “partecipa” al risultato sociale, che si attiva, cioè, *liquidate tutte le altre “antergate” pretese*.

In un senso, però, del tutto diverso dalle clausole cc.dd. partecipative, in cui la partecipazione incide sull'importo o sul momento dell'adempimento (rendendoli variabili) *nella permanenza dell'obbligo di restituzione*; laddove, con la clausola c.d. *pari passu*, la *partecipazione sopprime appunto l'obbligo di restituzione*. Conformazione che, va da sé, mutando la pretesa di restituzione in pretesa “residuale”, provoca la disapplicazione della disciplina delle « obbligazioni ».

Disapplicata è anche la normativa regolamentare: ridotta la pretesa alla « ripartizione del patrimonio netto risultante dalla liquidazione » la corrispondente provvista sfugge alla “raccolta di risparmio” (art. 1, 4° comma, Del. C.I.C.R. n. 1058/2005; Banca d'Italia, Disp. 8 novembre 2016, Sezione II).

Il problema sull'ammissibilità o meno di regolamenti siffatti non sembra da impostare sulla *causa societatis*, tentando una dilatazione o uno slittamento concettuale valorizzando la “copertura statutaria” (NOTARI [1]; e, con una ricostruzione sistematica nella quale, tuttavia, resta aperto, parrebbe, il profilo della causa, [2]), o ipotizzando il rilascio di una posizione sociale diversa dalla partecipazione azionaria (VALZER [2]; altre ricostruzioni in INNOCENTI e BARTOLACELLI).

Se si ritenesse accessibile la *causa societatis* con strumenti diversi dalle azioni in ragione di una “copertura statutaria”, infatti, si dovrebbe coerentemente reputare legittima la creazione, sempre con “copertura statutaria”, di categorie di azioni prive del diritto ad una “parte del patrimonio netto” (art. 2350, 1° comma, c.c.). Il che è sistematicamente inammissibile. Non convince neppure la cittadinanza ordinamentale di una “causa” tipica, diversa da quella sociale, che legittimerebbe l’investimento in “capitale di rischio” con tecniche diverse da quella azionaria, essendone i contorni normativi troppo indefiniti e soggetti a regolamentazione pattizia (non dissimile, PATRIARCA, DI NOLA-RESTUCCIA; più rigido MIGNONE).

Viceversa, parrebbe più conducente osservare che la pretesa “residuale” intesta un “diritto” sul patrimonio della società ad ottenere il saldo, appunto, “residuo”, liquidate, cioè, le pretese di restituzione, comunque ategiate.

In questa prospettiva, non si scorge la ragione per vietare una disposizione di quel diritto attuata a mezzo “copertura statutaria” che costituisce l’atto *ex antea* di “apertura” del concorso tra pretese diverse, una sociale (art. 2247 c.c., quella dei soci) e l’altra atipica (quella degli “altri”). Atipicità, a sua volta, radicata in un regolamento pattizio che deve, in quanto tale, sottostare al vaglio della meritevolezza.

Il che non sembra violare l’art. 2265 c.c. nella misura nella quale quel concorso non altera la *causa societatis* né direttamente né indirettamente (contrario SPADA [4]). Le perdite ed i guadagni colpiscono la ricchezza dei soci e la ricchezza dei finanziatori “diversi” sulla base di un diverso titolo: con atto tipico *ex lege* a rilevanza “metaindividuale” (cioè la *causa societatis*) e con atto atipico, la cui opponibilità ai terzi è assicurata dalla “copertura statutaria”.

Proprio la diversità di titolo dovrebbe semplificare la rappresentazione contabile, appostando una riserva “rilevata, presentata” e “disciplinata” tenendo conto della “sostanza” dell’operazione e, cioè, del regolamento di emissione (art. 2423-bis, 1° comma, n. 1-bis, c.c.; SPOLIDORO; Massima n. 164 del Consiglio Notarile di Milano; sul problema RESCIO; e, più in generale, sulla “targatura” delle riserve TRONCI); cosicché il saldo negativo di periodo dovrà congeggiarsi *pari passu*, secondo quel regola-

mento sulla ricchezza dei soci e su quella dei finanziatori “diversi” (VALZER [2]; sulla possibilità di antergare l’erosione del capitale sociale rispetto alla riserva da strumenti finanziari partecipativi, STANGHELLINI); senza che sia necessario, allora, recuperare la posizione di (assoluta) residualità della pretesa dei soci sostenendo un diritto dei finanziatori “diversi” al “rimborso” da attivare al momento della liquidazione dell’ente (così GIANNELLI-NOTARI). Ciò che resta vietato, invero, sono regolamenti di emissione che esonerano *del tutto i soci dalle perdite* (LAMANDINI-PALMIERI; in tema, D’ATTORRE [2]) e non già regolamenti che ripartiscono *pari passu* queste tra soci e finanziatori “diversi”; *purché, come detto, in quanto atipici superino il vaglio della meritevolezza*: anche dal punto di vista della previsione (negoziale) di tecniche di tutela dei finanziatori “diversi” e dei rapporti tra questi ed i soci, imponendo, allora, strumenti di “difesa” e di “partecipazione” coerenti alla pretesa.

Per la Massima n. 69/2018 dell’Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato lo statuto della società può “antergare” o “postergare”, nel conteggio delle perdite, la riserva, prevista per gli strumenti finanziari partecipativi, alle altre riserve, la prima potendo pure essere ricostituita attraverso una “prioritaria” destinazione programmata degli utili.

L’estraneità dell’operazione alla *causa societatis*, d’altronde, è evidente considerando la *connessione esclusiva*: (i) tra azioni e capitale sociale *c.d. nominale*, nel senso che questo non può essere scomposto che in azioni; e (ii) tra *titolarità delle azioni e posizione di partecipante all’attività comune*, sì da rendere i soci, e solo i soci, abilitati in via esclusiva all’“avvio” ed alla “fine” della società, dotando l’ente di un capitale sociale “minimo”, attraverso i conferimenti, la cui permanenza condiziona la persistenza dell’iniziativa (artt. 2327, 2447 e 2484, n. 4, c.c.). Non alterandosi, quindi, il funzionamento del “sistema del capitale sociale” che è (e deve restare) anche dal punto di vista della compatibilità con il diritto dell’Unione europea [ONZA-SALAMONE)], ancorato alle utilità rilasciate *causa societatis* e, pertanto, riconducibili *al valore dei conferimenti*.

Prospettiva affatto sconfessata dalla possibilità di rilascio *causa societatis* di utilità "fuori" dal sistema del capitale sociale: è il caso di conferimenti cc.dd. fuori capitale e dei cc.dd. apporti spontanei dei soci; casi incapaci di alterare il *quantum* di partecipazione sociale corrispettiva e le condizioni giuridiche di persistenza dell'iniziativa. E neppure, quella prospettiva, è sconfessata dalla previsione dall'art. 120-ter cod. crisi che, quanto alla formazione delle classi negli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, tratta in modo giuridicamente equivalente, nei limiti della compatibilità, i soci ed « i titolari di strumenti finanziari, a eccezione di quelli che attribuiscono il diritto incondizionato al rimborso anche parziale dell'apporto » (ult. comma; in argomento, STANGHELLINI; D'ORSI).

III.

LA DISCIPLINA DELLE OBBLIGAZIONI

1. *Il procedimento di emissione: la competenza, la forma e la pubblicità.*

L'affidamento all'ufficio di amministrazione della competenza all'emissione delle obbligazioni (non convertibili) può essere pattiziamente alterato (art. 2410, 1° comma, c.c.).

Nei modelli alternativi tracciabili dall'autonomia statutaria, la competenza all'emissione: (a) può attribuirsi all'assemblea dei soci, in sede straordinaria o, deve ritenersi, ordinaria, competente all'ammissione alla quotazione delle partecipazioni sociali, atto, per eccellenza, di "collocazione della società sul mercato" (diversamente, GINEVRA; PATRIARCA); (a") può "ripartirsi" tra assemblea dei soci ed ufficio di amministrazione (PICARDI; A. GIANNELLI [3]); e (b) non può assegnarsi agli uffici preposti al « controllo » (non così PISANI [1]).

La decisione — il contenuto documentale della quale è costituito, *de minimis*, dai requisiti da "dichiarare" sul(l'eventuale) titolo; contenuto, quindi, normalmente standardizzato (G. GIANNELLI [1]; CAVALLO BORGIA) — è soggetta ad un vincolo *di forma*, dovendo constare da un verbale redatto da un notaio, e *di pubblicità*, l'efficacia della decisione essendo condizionata all'iscrizione nel registro delle imprese (art. 2410, 2° comma, c.c.).

Il che consiglia, in caso di delega a sub-uffici unipersonali o pluripersonali, la formalizzazione di eventuali deleghe cc.dd. non autorizzate (PISANI [1]).

Formalità e pubblicità integrate: (i) dalla documentazione nel libro delle obbligazioni dell'"effettività" dell'esercizio delle pretese (art. 2421, 1° comma, n. 2, c.c.); e (ii) dall'obbligo di designare un notaio, in caso di costituzione di garanzie reali che assistono l'emissione (art. 2414-bis, 1° comma, c.c.), onde « predisporre un'efficace tutela a favore dei sottoscrittori » (Relazione al codice civile, 1942, § 986) e rendere "effettive" le garanzie prestate, il cui rilascio è incentivato e semplificato (art. 2414-bis, 3° comma, c.c.). La designazione, si badi, è richiesta anche qualora la costituzione della garanzia non richieda la forma dell'atto pubblico o della scrittura privata autenticata (Massima H.K.12 della Commissione Società del Comitato Triveneto).

L'invalidità della decisione, prescindendo dai problemi circolatori e dagli effetti sulle pretese coinvolte, deve ricavarsi da una lettura sistematica dell'art. 2388, 4° comma, c.c., potendosi, sinteticamente, ritenere che: (i) all'azione di annullamento gli obbligazionisti non sono legittimati; e (ii) questi possono, individualmente o collettivamente, attivare l'azione di nullità (se, in principio, ritenuta applicabile alle decisioni dell'ufficio di amministrazione), la quale soggiace comunque al regime di "stabilità" dell'art. 2379-ter c.c. Ugualmente per le decisioni unipersonali e per la decisione delegata di emissione delle obbligazioni convertibili.

2. *I vincoli al procedimento di emissione: la funzione del limite legale all'emissione.*

L'art. 2412 c.c. pone un limite legale all'emissione sulla cui funzione tradizionalmente si propongono due ricostruzioni: l'una enfatizza il carattere di *garanzia patrimoniale*, preordinata al rimborso delle pretese "da" indebitamento; l'altra accentua l'esigenza ad un *pre-determinato bilanciamento della provvista di utilità da "destinare" o "attribuire" allo svolgimento dell'impresa*, tra, cioè, cc.dd. mezzi propri e cc.dd. mezzi altrui

(rispettivamente, per tutti, SANTORO; FERRO-LUZZI [1], [2], [3]. Tesi intermedie in GALGANO-GENGHINI; BRANCADORO. Per altre ricostruzioni in BLANDINI; LUONI; GINEVRA; DONATIVI; DE BIASI).

L'eliminazione, nel parametro legale vigente, dell'aggancio all'"esistenza" ed al "versamento" del capitale sociale, da un lato, e, dall'altro, l'innalzamento del limite al « doppio » del capitale sociale (e di riserve qualificate) e, più in generale, la moltiplicazione delle tecniche di raccolta di provvista finanziaria — ciò sembra, a prima vista, confermare l'esigenza di tutelare un (pre)determinato rapporto di complessivo equilibrio tra le pretese corrispettive alle utilità rilasciate ("attribuite" o "destinate") alla società, bilanciando il rischio dei soci e quello dei finanziatori "diversi".

Tuttavia, svolgendo fino in fondo il bisogno di tutela alla base di siffatta prospettiva, ci si avvede che l'indicato bilanciamento si raggiunge, per così dire, *ex se*, considerando che è proprio la *causa societatis* a determinare l'effetto per il quale le utilità coinvolte nell'impresa devono essere riassegnate prima ai finanziatori "diversi" e poi ai soci: a questi, infatti, *la riassegnazione delle utilità si realizza sempre (dopo e) purché i finanziatori "diversi" siano (stati) soddisfatti*. Il che spiega perché non avrebbe alcun senso applicare i limiti all'emissione quando la pretesa di restituzione è soppressa (apporto c.d. a fondo perduto) o è pattiziamente conformata come pretesa "residuale" (clausola c.d. *pari passu*).

Che poi vi sia una regola *d'origine economica* di corretta gestione dell'impresa che suggerisca un bilanciamento tra *quantum* di utilità "a provenienza sociale" (cc.dd. mezzi propri) e *quantum* di utilità "a provenienza" non sociale (cc.dd. mezzi di terzi), non v'è dubbio. Regola, per vero, predicabile per ogni impresa, svolta in forma sociale o non.

Come dubbi non sembrano esservi nella emersione normativa di siffatta regola: l'art. 2467 c.c. (sul punto PORTALE [3], [4]; mentre sull'equilibrio tra pretese, G. GIANNELLI [2]; disposizione inapplicabile all'indebitamento obbligazionario, DOMENICHINI-FRATELLI; salvo finalità elusive, RIVA). Ciò nondimeno è, questa, una manifestazione che *emerge all'interno di contesti specifici ed è diretta a ristabilire* — in situazioni lato sensu di (pericolo di) abuso, anche in prognosi durante *societate* — la collocazione ("ragionevole") delle pretese, "sociali" e non, sul patrimonio della socie-

tà; e non a confermare, in sé, la traduzione giuridica di un principio di matrice sostanzialmente economica (per la necessità di un medio formale, MAUGERI [2]). Pure perché, va da sé, il superamento del limite potrebbe derivare da "isolati" debiti, non essendo affatto scontato che tale superamento sia segnaletico dell'eventuale abuso del rapporto (economicamente) "equilibrato" tra pretese sul patrimonio sociale; equilibrio assente nel "sistema del nominale" (F. D'ALESSANDRO). Di talché il problema si sposterebbe sulla prospettiva, allora *de jure condendo*, di introdurre la regola del "capitale sociale minimo variabile" ancorato ad un "significativo parametro finanziario", appunto l'"indebitamento", "complessivo" e "ponderato" (TASSINARI); regola, forse, ricavabile, per altro rispetto, dall'art. 2086, 2° comma, c.c.; HOUBEN).

Il limite legale potrebbe, in realtà, essere riguardato, e spiegato, dal *punto di vista della funzione del capitale sociale c.d. nominale*: (a) se questa è (tra l'altro) da rinvenirsi quale (*a'*) tecnica di interruzione dell'iniziativa, di profilassi del dissesto (D'ALESSANDRO, 1333) quando il capitale c.d. reale (la somma del valore dei beni conferiti o acquisiti che eguaglia il capitale sociale c.d. nominale) sia sceso al di sotto del limite legale e (*a''*) circuito d'allarme, imponendo obblighi all'ufficio di amministrazione in caso di perdita grave e persistente (art. 2446, 2° comma, c.c.; SPADA [5]); e (b) se quel limite si applica sempre a fronte di un obbligo di restituzione corrispettivo alla raccolta di utilità. Se tutto ciò è vero, allora, *al fine di evitare la prematura attivazione del "sistema del nominale", del quantum di raccolta (al quale corrisponde una nuova passività cagionata dalla pretesa di restituzione) appare logica e congruente la limitazione al momento dell'emissione, eleggendo quale parametro (arbitrario ma non casuale) il capitale sociale c.d. nominale in uno con qualificate poste del patrimonio netto.*

E sono, si badi, *le specifiche caratteristiche* di questa (nuova) passività "da" indebitamento a vincolare l'autonomia privata proiettando il limite *anche nello svolgimento del rapporto* (art. 2413 c.c.), tutelando *la persistenza dell'iniziativa imprenditoriale; cioè limitando la "creazione" di una passività particolarmente connotata: un debito unilateralmente "creato", a vocazione collettiva, stabile, a destinatario variabile ed anonimo* (non distante, nell'analisi delle caratteristiche, PICARDI).

Tutela della quale beneficiano, indirettamente, *i titolari delle pretese “da” indebitamento e tutti i titolari di pretese, “sociali” e non, sul patrimonio del debitore*; presidiando, in ultima istanza, la c.d. continuità aziendale (PACIELLO) ma esprimendo regole (non economiche bensì) giuridiche. Una sorta di “*solvency test*” (BRIOLINI [1]) per l'emissione — dalla legge predeterminedo nel *quantum* e nell'individuazione dei parametri (che, dunque, sfugge, parrebbe, al precetto dell'art. 2086, 2° comma, c.c., essendo, appunto, già fissato dalla legge) — che vincola la scelta di indebitarsi e, nello stesso tempo, entro quel vincolo rende tale scelta (gestoria) libera ed immune da responsabilità; per certi versi contrastando l'incapacità del “sistema del nominale” di impedire crisi di liquidità (OLIVIERI; MAUGERI [3]).

Risultano coerenti: (i) la previsione di rango primario che, nella determinazione e nella disattivazione del limite, conteggia anche qualunque garanzia prestata per raccolte “altrui”, essendo la garanzia un onere connesso ad una (già pre-costituita) passività (“altrui” ma) connotata (perché “da” indebitamento: art. 2412, 4° comma, c.c.); (ii) la previsione di rango secondario che quel limite applica a tutti gli « strumenti finanziari di raccolta » che, appunto, prevedono l'obbligo di “rimborso” e presentano una vocazione collettiva della passività “creata” che si apprezza, per le obbligazioni, “stabile” nonché, per le unità diverse, quantitativamente consistente (essendo, in tal caso, previsto un taglio minimo unitario; artt. 1, 3 e 4, 1° comma, Del. C.I.C.R. n. 1058/2005; Banca d'Italia, Disp. 8 novembre 2016, Sezione II e IV, § 4); e (iii) l'inapplicabilità del limite alle s.r.l. (BRIOLINI [2]), in cui la soglia di “sensibilità” del “sistema del nominale” è, nel diritto positivo e nell'*Idealtypus*, più bassa.

2.1. Le regole: la determinazione e la disattivazione del limite.

Il tentativo di contribuire ad una messa a punto della funzione del limite legale deve vagliarsi con la disciplina della sua determinazione e delle ipotesi di disattivazione, verificando se ed in che misura i problemi che intorno ad essa gravitano possano, alla luce di quella funzione, trovare soluzioni plausibili.

2.1.1. *La determinazione.* — Il limite legale è pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve di-

spionibili; negli addendi, quanto al capitale sociale si conteggia l'importo (non più estratto dall'« ultimo bilancio approvato » ma) risultante dall'« ultima iscrizione » nel registro delle imprese dell'attestazione dell'esecuzione dell'aumento del capitale sociale prescritta dall'art. 2444, 1° comma, c.c. (così il testo dell'art. 2412, 1° comma, c.c. come modificato dall'art. 7 l. n. 21/2024; su cui CACCHI PESSANI); quanto alle riserve, l'importo è (ancora) estratto dall'« ultimo bilancio approvato »; raffrontando il risultato con il *valore di emissione* di ogni unità (con pretese) non estinte e la cui emissione è soggetta a quel limite.

Il conteggio sul valore di emissione appare coerente con la funzione del limite che si è proposta, rilevando il valore delle unità al momento della decisione sulla “creazione” della (nuova) passività (contrario PATRIARCA). Nelle ipotesi in cui si verifica un disallineamento — certo (emissioni cc.dd. sopra o sotto la pari) o incerto (clausole cc.dd. di subordinazione o di partecipazione o consimili, quando e se ammesse) — sul valore di emissione la passività “decisa” e “creata” sconta, *ex antea*, un *quantum* di utilità apprezzabile (economicamente) siccome “investimento” o “rischio”, con computo per l'emittente: (i) dei connessi aggi o disaggi direttamente nel costo ammortizzato (art. 2426, 1° comma, nn. 7 e 8, c.c.); e (ii) delle variazioni negative, in caso di pretese fortemente aleatorie, in un fondo rischi.

Nella determinazione del capitale sociale, resta (comunque ed ancora) poco chiaro il ruolo delle *perdite*, la soppressione del (pre-vigente) predicato “*esistente*” potendo indurre a non tenerne conto; soluzione, però, *in contrasto con alcuni passi disciplinari*.

Si allude all'indicazione nell'eventuale titolo del capitale sociale e le riserve « esistenti al momento dell'emissione » e la rilevanza della diminuzione delle riserve per perdite per l'attivazione del divieto alla distribuzione di utili (artt. 2414, n. 1, e 2413, 2° comma, c.c.).

Non sembra d'altronde dubitabile che debba conteggiarsi ogni perdita che risulti dall'« ultimo bilancio approvato », *ordinario* e *straordinario* (da appurare secondo le regole generali: Massima n. 78 del Consiglio Notarile di Milano); soluzione verso la quale orienta la connessione tra funzione del limite e funzione del “sistema del nominale” e che dovrebbe pure consigliare la ri-

levazione delle perdite, di qualunque entità e successive a quel bilancio, occorse fino al momento della decisione dell'emissione (che l'attestazione del rispetto del limite suppone), anche avvalendosi di una situazione patrimoniale aggiornata (o di un'attestazione di rettifica) redatta dall'ufficio di amministrazione e soggetta, comunque, alla verifica dell'ufficio preposto al controllo.

Quanto al bilancio, prima della modificazione operata con la l. n. 21/2024, è stato considerato legittimo l'utilizzo di un bilancio straordinario sia per l'emissione nel corso del primo esercizio (Massima H.K. 1 della Commissione Società del Comitato Triveneto) sia quale situazione patrimoniale approvata *ad hoc* per l'emissione (ancora, Massima n. 78 del Consiglio Notarile di Milano).

Da conteggiare, oltre alla riserva legale, sono le riserve disponibili (ordinarie e statutarie) anche se (previste dalla legge ma) temporaneamente non distribuibili (esemplarmente, la riserva da sovrapprezzo nonché la riserva su « cambi » prevista dall'art. 2426, 1° comma, n. 8-bis, c.c.); l'irrilevanza di altre riserve « previste dalla legge » è, viceversa, da correlarsi alle caratteristiche (del titolo) della ricchezza in ragione della quale la riserva è stata istituita (utilità « volatili » o, in un certo senso, « pericolose »).

Sicché sono escluse le « riserve di patrimonio che derivano dalla valutazione al *fair value* di derivati », cc.dd. a copertura di « flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata », esclusione testuale (art. 2426, 1° comma, n. 11-bis, c.c.); e la riserva da *fair value* (d.lgs. n. 38/2005; GUERRERA; meno convinti, parrebbe, RACUGNO-TRONCI). Mentre la riserva « negativa » da azioni proprie è direttamente « scomputata » dal patrimonio netto [Passivo, A), X, e 2424-bis, 7° comma, c.c.].

Del rispetto del limite, verificando l'attestazione dell'ufficio preposto al controllo (attestazione non necessariamente, contestuale alla decisione di emissione o da rendere nella stessa: Massima H.K.4 della Commissione Società del Comitato Triveneto); di quel risultato, si diceva, è investito il notaio che documenta la decisione di emissione.

Il difetto, formale e non, del referente dal quale trarre il « numero » del limite preclude l'iscrizione nel registro delle imprese della decisio-

ne di emissione: si pensi, quanto al bilancio, all'ipotesi in cui sia stato contestato o approvato tardivamente e, così ancora, qualora il bilancio dell'esercizio di riferimento non sia stato approvato e non sia stato (predisposto ed) approvato un bilancio straordinario; laddove al difetto, formale e non, della situazione patrimoniale aggiornata (o della attestazione di rettifica) si può, al più, reagire *ex post* attivando le cautele di cui all'art. 2413 c.c.

2.1.2. *La disattivazione.* — Il limite legale è disattivato in alcune ipotesi declinate dall'art. 2412 c.c. sulle quali ci si deve soffermare partitamente.

(4) Sottoscrizione (pre-)destinata nominata (2° comma).

Il limite può essere superato quando il valore eccedente sia rappresentato da unità la cui sottoscrizione sia diretta a finanziatori « professionali » e « vigilati ». La professionalità esclude chi investe occasionalmente e la vigilanza assicura, *in thesi*, la « sopportabilità » di una passività « da » indebitamento; pertanto la relativa definizione deve ricercarsi nella normativa dell'intermediazione finanziaria e dell'esercizio dell'attività bancaria.

La prima, isolando chi professionalmente investe, gli « investitori professionali », assunti nella prospettiva dell'investimento quali « clienti professionali » [artt. 1, 1° comma, lett. m-undecies), 6, commi 2-quinquies e 2-sexies, TUF; Allegato 3, Reg. Co.n.so.b. n. 20307/2018].

La seconda, identificando tra i « professionisti dell'investimento » quelli soggetti a regole di dotazione e gestione patrimoniale, trattandosi di « sopportare » la passività « da » indebitamento: d'onde la sottoposizione alla « vigilanza prudenziale », cioè sul « contenimento del rischio [...] stabilità patrimoniale e sana e prudente gestione », intestata alla Banca d'Italia, rispettando « idonei requisiti patrimoniali » (art. 5, 1° e 2° comma, TUF; e art. 11, comma 4-quinquies, TUB; BRIOLINI [2]).

Dalla disattivazione del limite discende la responsabilità per il debito in eccedenza del « professionista dell'investimento vigilato ». Responsabilità patrimoniale che: (i) è attivabile in caso di circolazione verso terzi non « professionisti dell'investimento », indipendentemente dalla sottoposizione alla vigilanza che, del resto, è consustanziale ad una attività (allora stabile e professionale) di investimento, appunto, non « occasionale »; (ii) non elimina il debito verso l'emittente ma ag-

giunge *ex lege* un debitore qualificato; e, di conseguenza (iii) prescinde dalla sua esibizione sul(l'eventuale) titolo, derivando dall'integrazione delle condizioni previste dalla legge, all'individuazione delle unità eccedenti e del con-debitore essendo sufficiente la conoscibilità della prima sottoscrizione (sul problema, CARRARO; A. GIANNELLI [3]); conoscibilità, a sua volta, assicurata dalla circostanza che la prima "destinazione" non è anonima, il sottoscrittore essendo (prescelto e) noto all'emittente (l'indicazione del garante e dell'ammontare garantito sul titolo e sui registri ad esso relativi è richiesta per tutti gli « strumenti di raccolta » del risparmio: art. 5 Del. C.I.C.R. n. 1058/2005 e Banca d'Italia, Disp. 8 novembre 2016, Sezione IV, § 4).

L'inquadramento di questa disattivazione nella prospettiva della connessione con il "sistema del nominale", sebbene arduo, non appare impossibile: a ben vedere, infatti, *la passività "da" indebitamento in tal caso non sarebbe né collettiva né anonima e neppure (del tutto) unilaterale, essendo probabile una contrattazione preventiva con i pre-individuati (candidati) sottoscrittori qualificati.*

Il che esclude che, almeno in prima battuta, si tratti di « raccolta di risparmio tra il pubblico » [Banca d'Italia, Disp. 8 novembre 2016, Sezione III, § 2, lett. e)].

Si rimette a chi investe professionalmente, e con adeguato e vigilato patrimonio, *la valutazione sulla sostenibilità della passività "da" indebitamento e, dunque, la valutazione professionale della sua incidenza sulla persistenza dell'iniziativa imprenditoriale da indebitare*; valutazione che, se è in grado di disattivare il limite al momento dell'emissione della decisione sulla "creazione" della passività, non giustifica la disattivazione delle regole sulla disposizione del patrimonio netto previste dall'art. 2413 c.c., in una dimensione, quindi, diacronica.

Ne dovrebbe conseguire che: (i) il solo sottoscrittore qualificato è, e resta, obbligato, salvo regolamentazioni pattizie, nei confronti dei terzi investitori "occasionalmente" indipendentemente dal coinvolgimento di successivi "professionisti dell'in-

vestimento" (contrari DE BIASI; PATRIARCA); e (ii) il valore delle unità con "pretese garantite" si conteggia nel limite di successive emissioni, la (originaria) valutazione sulla persistenza dell'iniziativa non essendo più attuale.

Alla tutela "a valle" dell'investitore "occasionale" sono preordinate regole conseguenti alla qualificazione delle unità siccome (« valori mobiliari » e quindi « prodotti finanziari » (FERRO-LUZZI [2])). Pertanto la rivendita di unità — già collocate in Italia o all'estero ad « investitori qualificati » — a terzi che "agiscono per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale" titola, in assenza del prospetto, sia l'azione di nullità del contratto di rivendita sia l'azione di risarcimento del danno che si aggiungono alla responsabilità patrimoniale prevista dall'art. 2412, 2° comma, c.c. (art. 100-bis TUF).

(B) Costituzione della garanzia ipotecaria (3° comma).

Disattiva il limite la costituzione di un'ipoteca di primo grado su beni immobili di proprietà dell'emittente. Disattivazione che: (i) richiede il rispetto di specifiche modalità costitutive da eseguirsi prima dell'emissione delle unità (art. 2414-bis c.c.); e (ii) suppone una stima del valore degli immobili congrua, attendibile ed aggiornata; valore, purché rispetti tali predicati, ritraibile dal bilancio di esercizio, nel minore tra valore storico e valore reale (PICARDI; LIBONATI [1]).

A salvaguardia della persistenza dell'iniziativa imprenditoriale, in tal caso, provvede *ricchezza disponibile*, vincolata con misura reale, e *pre-destinata* alla soddisfazione della passività "da" indebitamento; e la "realità" del vincolo giustifica la disapplicazione dei vincoli previsti dall'art. 2413 c.c.

Con l'emissione di unità così garantite, il debitore, specularmente alle pretese cc.dd. subordinate, "colloca", "ordinando" e "graduando", i finanziatori, questa volta attraverso la costituzione di un privilegio e non già con la costituzione di un anti-privilegio; e la posizione di finanziatori "non garantiti" e "garantiti" è, e resta, tutelata dal "sistema del nominale".

Di conseguenza, si dovrebbe convenire: (i) sul carattere eccezionale della disapplicazione, non invocabile in caso di garanzie diverse, di garanzie su beni diversi, di garanzie su beni di proprietà di società

interamente controllate dall'emittente (meno rigida CAVALLO BORGIA); (ii) sulla *non conteggiabilità* fino a due terzi del valore degli immobili dell'importo da ragguagliare al limite (PATRIARCA).

(C) (Pre-)destinazione anonima. (Pre-)destinazione nominata della sottoscrizione e della circolazione (5° comma, prima parte).

La (pre-)destinazione delle unità a mercati regolati e vigilati (quotazione in mercati regolamenti o in sistemi multilaterali di negoziazione) disattiva il limite. Anche in questo caso, *la persistenza dell'iniziativa imprenditoriale e, così, la "sostenibilità" della passività "da" indebitamento è rimessa ad una valutazione del mercato* (FERRO-LUZZI [2]), tanto più *indipendente* quanto più *anonima, sul quale il debitore si "presenta", sfumando l'unilateralità della "creazione" della passività.*

Essendo sufficiente la dichiarazione nella decisione di emissione o nei regolamenti attuativi della (pre-)destinazione alla quotazione (GINEVRA), appropriata appare l'invocazione delle misure di cui all'art. 2413 c.c.: (i) per il successivo difetto di quotazione; o (ii) per "*de-listing*" temporanei o definitivi (sospensione e revoca; LUONI; contrario PATRIARCA).

Ed il limite è disattivabile, dopo la modificazione provocata dall'art. 7 della l. n. 21/2024, pure per (pre)destinazione pattizia, qualora il regolamento di emissione preveda, nelle condizioni, che le unità siano oggetto di sottoscrizione, anche in sede di rivendita, solo da parte di « investitori professionali », escludendo in definitiva la creazione di un c.d. mercato secondario "aperto" (tra i primi commenti, CACCHI PASSANI).

(D) Disattivazione per unità convertibili (5° comma, seconda parte).

Della tutela della persistenza dell'iniziativa imprenditoriale a mezzo imposizione di un limite alla "creazione" di passività "da" indebitamento non v'è bisogno, all'evidenza, qualora *la passività possa "sostituirsi" in patrimonio netto, in capitale sociale.* E così il limite è disattivato per l'emissione di unità convertibili; azioni, seguendo la visuale proposta, *dell'emittente*

e non già altrui (diversamente, ATLANTE-RUOTOLO e Massima n. 139 del Consiglio Notarile di Milano la quale comprende le obbligazioni cc.dd. convertende, sulle quali *ultra*, IV, § 1).

Negli stessi sensi si direbbe per le emissioni di unità (non già convertibili ma) a cui acceda il diritto ad ottenere pretese sociali (« acquisire o sottoscrivere azioni »: cc.dd. *warrants*, su cui, ancora, *ultra*, IV, § 1), in cui il titolare può decidere o meno di partecipare, quale socio, all'iniziativa *stimando* — al momento dell'esercizio del diritto — la sua persistenza.

(E) Disattivazioni legali: singolare e per attività (6° e 7° comma).

Due, poi, sono i casi di disattivazione legale, ipotesi nelle quali *la persistenza dell'iniziativa indebitata è valutata: (i) per singola emissione eccedente dall'Autorità, rilasciando un'autorizzazione, purché vi siano qualificati interessi sistemici che l'operazione persegua o soddisfi; d'onde la determinazione di « limiti », « modalità » e « cautele » dell'emissione, contenuti che legittimano una competenza congiunta delle Autorità monetarie e dell'Autorità governativa; ed (ii) ex antea dalla istituzione di riserve di legge per attività.*

Tra quest'ultime, oltre all'esercizio dell'attività bancaria, possono segnalarsi per contiguità le emissioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione dei crediti, ove, peraltro, l'intera disciplina dell'indebitamento è disapplicata, l'emissione sfuggendo alla « raccolta di risparmio tra il pubblico » (art. 5, 2° comma, l. n. 130/1999).

2.2. Il limite durante lo svolgimento del rapporto.

Il limite legale, attivato al momento dell'emissione, richiede un presidio per la salvaguardia della funzione che gli è propria (anche) durante *lo svolgimento del rapporto* (art. 2413 c.c.). Presidio affidato ad *un regime imperativo di divieto* (assoluto o temperato) *alla disposizione del e sul patrimonio netto*, coinvolgendo le operazioni, cc.dd. volontarie o non, di riduzione del capitale sociale, la distribuzione di valori disponibili (riserve o utili) e la riduzione delle riserve per perdite.

Essendo, allora, ovvia: (i) l'assunzione, quale parametro del rappor-

to, dell'ammontare delle unità « ancora in circolazione », ammontare che, nella misura in cui rispetti, anche *ex antea*, il limite, disapplica la disciplina vincolistica (art. 2413, 1° comma, c.c.); (ii) la cessazione del presidio estinte le pretese emesse; e (iii) la sua l'inapplicabilità qualora inapplicabile sia il vincolo all'emissione in ragione della sua disattivazione (PATRIARCA), salva l'ipotesi della disattivazione per sottoscrizione (pre-)destinata nominata (art. 2412, 2° comma, c.c.). E v'è da dire che l'attivazione dei divieti in questione sembra anticipabile al momento della "creazione" della passività "da" indebitamento, prescindendo dalla costituzione del rapporto, al fine di immunizzare la eventuale sopravvenienza di perdite occorse, appunto, tra la decisione di emissione (momento dell'accertamento del rispetto del limite) e l'effettivo collocamento delle unità.

Affrontando qualche dettaglio, può dirsi che *un temperamento al divieto è logicamente necessario quando la riduzione del capitale sociale si configuri siccome obbligatoria — ipotesi equivalente all'erosione, per perdite, delle riserve — al ricorrere della quale l'indisponibilità si "trasferisce" sulla distribuzione di utili fino ad una soglia "abbassata": finché la somma delle poste conteggiate nel limite legale non sia pari alla metà del quantum di unità « ancora in circolazione » (art. 2413, 2° comma, c.c.).*

Regime, sempre logicamente, da applicarsi al caso di *perdite gravi e persistenti* (art. 2446, 2° comma, c.c.); ed a tutti gli altri casi nei quali il riallineamento del capitale sociale c.d. nominale al capitale c.d. reale si colori di *doverosità* (artt. 2343, 4° comma, 2344, 3° comma, 2437-*quater*, 6° comma, c.c.; compresa, va da sé, la riduzione richiesta dall'art. 2447 c.c., vincolando il successivo aumento ad un ammontare — non solo pari al c.d. minimo legale — ma capace di disattivare il divieto, ripristinando la "sostenibilità" della passività "da" indebitamento).

Insomma: *se il divieto assoluto e temperato funge da salvaguardia del rapporto tra quantum di emissione e patrimonio netto — per evitare, a tutela della persistenza dell'iniziativa così indebitata, il pericolo dello scioglimento anticipato — è allora logico vietare ogni operazione che quel rapporto, quantitativamente o qualitativamente, possa intaccare: divieto assoluto, qualora sia tratti operazioni nella disponibilità dei soci; divieto temperato, qualora si tratti di operazioni dai soci non disponibili o, comunque, adottate in funzione della persistenza dell'iniziativa, compresa quindi la riduzione del capitale sociale per perdite gravi ma*

non ancora persistenti (art. 2446, 1° comma, c.c.), in definitiva questa essendo una modalità per sottrarsi alla riduzione c.d. obbligatoria derivante dal consolidarsi della perdita grave. Restrizioni alla libertà di carattere inderogabile, la cui trasgressione rende precaria la decisione e gli effetti in contrasto.

Sicché il regime di divieto assoluto è inapplicabile: (i) a decisioni di ri-qualificazione del patrimonio netto, purché la riduzione non sia obbligatoria (BLANDINI); ed (ii) a decisioni di fusione e scissione, qualora all'esito dell'operazione si integrino le condizioni per la relativa attivazione, dovendosi tendenzialmente (salvo intenti elusivi) applicare il meccanismo del divieto temperato (sfumature diverse in FERRO-LUZZI-CHIAPPETTA; GUERRERA; e la Massima n. 19/2011 dell'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato per l'applicazione in caso di scissione).

3. *La circolazione e la documentazione delle pretese.*

Se documentate in titoli, la pretesa di restituzione e la pretesa di remunerazione *circolano secondo le regole proprie dei titoli di credito*, scegliendo l'emittente tra *legge al portatore o nominativa* (art. 2412, 1° comma, c.c.).

La vocazione collettiva dell'operazione rende "di massa" ed in serie chiusa "in senso forte" i titoli emessi (SALAMONE; MARTORANO). La pretesa di remunerazione è suscettibile di separata ed autonoma documentazione e circolazione (STELLA RICHTER JR. [2]).

Il *difetto di documentazione* implica l'adozione delle regole sulla circolazione e legittimazione c.d. intermediata, appuntata su *scritture contabili*, elettroniche o non, *realizzate da un intermediario* (SPADA [2]; artt. 83-*bis* ss. TUF; art. 2415, 3° comma, c.c.).

La circolazione delle obbligazioni può altresì avvalersi dei "registri distribuiti", siccome strumenti finanziari "digitalizzati", in via sia immediata sia intermediata (d.l. n. 25/2023; ONZA [4]; CARRIÈRE, DE LUCA, DE MARI, GASPARRI, POLI).

La condivisione del titolo obbligazionario con il titolo

azionario: sia della c.d. letteralità incompleta *in senso procedurale*, tipica dei titoli emessi in relazione a rapporti circolanti potenzialmente dinamici perché suscettibili di cambiare nel tempo (titoli cc.dd. non costitutivi; SPADA [2]); sia della qualifica di « valori mobiliari » consente di rinviare, per l'analisi delle regole sulla legittimazione all'esercizio dei diritti patrimoniali ed "organizzativi", alla Sezione II, Parte II, cap. III, di questo Trattato.

Ciò nondimeno, quanto al regime delle eccezioni, *scontata l'applicazione dell'art. 1993, 2° comma, c.c.* (CAMPOBASSO [2]), si deve precisare il discorso sulle eccezioni derivanti dal contesto letterale del titolo. Dalla previsione di un *contenuto minimo obbligatorio* del titolo *consegue l'opponibilità erga omnes dei dati "scritti" nel documento, dati che possono apprezzarsi quali regole che informano, misurano o direzionano le pretese del legittimato e gli obblighi del debitore*. Può riscontrarsi, d'altronde, un *conflitto* tra quest'ultimi ed i dati risultanti dalle fonti extra-documentali, esemplarmente dalla decisione di emissione: la letteralità incompleta del titolo *dovrebbe determinare la prevalenza dei dati "impressi" all'esito del procedimento di emissione* e contenuti nella pertinente decisione, le cui condizioni fungono da *momento sostanzialmente normativo* (LIBONATI [2]).

Soluzioni operative consimili si raggiungono differenziando la soluzione sulla base del riconoscimento di posizioni "organizzative", e dunque incidenti su tutti e ciascun titolare, opponibili *erga omnes*, indifferente essendo il tenore del documento (DE LUCA-STAGNO D'ALCONTRES); e di posizioni "individuali", incidenti solo sull'immediato prenditore. Ponendosi, quindi, nell'ottica delle eccezioni nella circolazione c.d. intermediata (art. 83-septies TUF) in cui si *prescinde (necessariamente) dalla "mediazione" di un titolo documentato*.

Per certi versi contiguo appare il *problema dei vizi inerenti al procedimento di emissione*, in cui si scontrano due esigenze fondamentali: la tutela dell'acquisto e l'eliminazione degli effetti derivanti da atti (in senso lato) viziati. Concessa l'opponibilità *erga omnes*: (i) dell'emissione oltre il limite, in assenza di ipotesi disattivazione; (ii) della mancanza della decisione di emissione; (iii) delle modificazioni del "prestito"

(art. 2415, 1° comma, n. 2, c.c.) approvate dall'assemblea degli obbligazionisti indipendentemente dall'annotazione sul titolo; e (iv) dell'assenza della sottoscrizione degli amministratori. Ciò concesso, rispetto ai *vizi della (esistente) decisione di emissione*, la disciplina sulle invalidità delle deliberazioni assembleari e delle decisioni dell'ufficio di amministrazione potrebbe orientare verso *l'imopponibilità ai legittimati successivi al sottoscrittore della sua invalidità* (nullità o annullabilità).

Restano impregiudicati i diritti degli acquirenti in buona fede (artt. 2388, 5° comma, 2377, 7° comma, e 2379, 4° comma, c.c.); buona fede che assume una specifica intensità in caso circolazione in mercati regolamentati e vigilati, ipotesi in cui la prova contraria sarebbe, in concreto, prossima alla dimostrazione di un intento doloso dell'agente.

Fin qui si è compendiato il regime che governa il rapporto, nella circolazione, tra ciò che è stato documentato sul titolo e ciò che è stato deciso all'esito del procedimento di emissione. Ciò che si deve documentare sul titolo si appunta sulla *esposizione dei dati idonei ad identificare o rendere identificabile per relationem la prestazione alla quale il possessore qualificato è legittimato*, le connesse garanzie ed il complesso informativo, proprio del prospetto, qualora si applichi la disciplina dell'offerta al pubblico (art. 2414, nn. 5 e 6, c.c.). La co-essenzialità all'indebitamento della pretesa di restituzione richiede peraltro l'indicazione della « data di rimborso » o, comunque, dei criteri necessari per individuarla (art. 2414, n. 6, c.c.; PATRIARCA).

Al contenuto dei titoli indicato nell'art. 2414 c.c. possono aggiungersi altri dati *obbligatori*, quali il rapporto di cambio, le modalità di conversione per le obbligazioni convertibili (art. 2420-bis, 6° comma, c.c.) e, nei titoli nominativi, l'identificazione del sottoscrittore (art. 2021 c.c.); e dati *facoltativi*, in relazione a particolari regolamenti negoziali dell'emissione (non così PATRIARCA). Tra questi si possono annoverare: (i) le cc.dd. *selling restrictions*, connesse alla pre-destinazione dei titoli a specifici investitori, opponibili *erga omnes*, almeno se contenute anche nella decisione di emissione (non convinta CAPOLINO); e (ii) l'eventuale debito da apporto (DE LUCA), provocando se, e solo se, *espressamente* sul titolo richiamato, l'applicazione (si direbbe) analogica dell'art. 2356 c.c. (ONZA [2]).

4. Il "gruppo organizzato".

L'organizzazione della massa dei sottoscrittori e dei titolari delle unità costituisce la « novità più importante » della codificazione del 1942, originata da una « felice intuizione della [...] legge sul concordato preventivo, facendo di questo complesso omogeneo di creditori della società un gruppo unitario nel comune interesse dei singoli che lo compongono » (Relazione al codice civile, 1942, § 987; VIVANTE).

Ed oggi, anche prescindendo dal già richiamato art. 120-ter cod. crisi, le obbligazioni (e gli strumenti finanziari) sono necessariamente costituite in "classe" (così il successivo art. 240 3° comma), se oggetto della proposta di concordato nella liquidazione giudiziale.

Organizzazione articolata: (i) nella disciplina della formazione, con procedimento collegiale a maggioranza, di una volontà "comune", l'« assemblea degli obbligazionisti » (artt. 2415-2416 c.c.); e (ii) nella costituzione di un ufficio permanente che "unitariamente" la manifesti, il « rappresentante comune » (artt. 2417-2418 c.c.).

Tracciando, così, procedure formali che istituiscono un unico "centro" di dialogo con l'emittente capace, altresì, di fronteggiare in modo efficiente i possibili mutamenti delle circostanze: la « tempestiva » e semplificata (dalla regola della maggioranza) « modificazione delle condizioni del prestito può essere in determinati casi il mezzo migliore per assicurare ai portatori delle obbligazioni la realizzazione del loro credito » (Relazione al codice civile, 1942, § 987); rinegoziabile della quale, è ovvio, potrebbe giovare anche l'emittente.

Da ciò la convinzione della *inderogabilità di siffatta organizzazione nell'interesse sia del « gruppo unitario » sia dell'emittente* (in tema, PISANI [2]). Prospettiva in grado di spiegare logicamente il diritto, in assenza della nomina assembleare (art. 2415, 1° comma, n. 1, c.c.; CERRATO), alla *nomina giudiziaria del rappresentante comune* incardinato sui singoli obbligazionisti e, *ex latere debitoris*, sui proposti all'ufficio di amministrazione (art.

2417, 2° comma, c.c.): proprio perché il rappresentante comune *veicola l'unità del "gruppo"*, incidendo sul *funzionamento della sua organizzazione*.

La nomina può anche essere direttamente contenuta nel regolamento di emissione, ipotesi di nomina all'"unanimità": ciascun singolo, appunto, sottoscrivendo "nomina" il (accetta la designazione del) rappresentante comune.

Se il rappresentante comune è formalmente (dall'assemblea o dall'Autorità) preposto, *alcuna formale investitura* ma solo *l'attivazione del procedimento* occorre per *l'adozione delle decisioni del "gruppo"*: questo e non altro significa sostenere che l'assemblea è costituita *ex lege* al momento della sottoscrizione delle unità; momento che, in vero, rileva quale presupposto, prima ancora logico che giuridico, per poter attivare il procedimento decisionale.

Discussa, e forse scaturita dall'originaria assenza di disciplina positiva, è la *qualificazione giuridica del "gruppo organizzato" ed il conseguente rapporto con l'emittente*.

Emblematica, al riguardo, è la ricostruzione giuridica del *rappresentante comune siccome organo*, del quale *resta comunque incerto il referente*, la società o gli obbligazionisti, determinando, a seconda della riconduzione a questi o quella, differenti soluzioni applicative, in ordine, tra l'altro, alla direzione dell'addebito del costo dell'ufficio ed alla rilevanza, o non, ai fini dell'assemblea totalitaria dei soci.

Può forse condividersi la prospettiva che del "gruppo organizzato" *ravvisa il carattere associativo, non del tutto estraneo alla società* (DE LUCA-STAGNO D'ALCONTRES).

Così come può condividersi un approccio differenziato. Dunque, per esempio, per valutare la sussistenza della giurisdizione esclusiva italiana sulla validità delle deliberazioni (HOUBEN [2]), può attribuirsi al "gruppo organizzato" il carattere di "organo sociale"; non così, viceversa, per la determinazione del luogo della riunione dell'assemblea.

Più appropriato, tuttavia, sembra *interrogarsi sul "dialogo" tra il "gruppo organizzato" e l'emittente*. Nel farlo, la traiettoria dell'indagine deve svilupparsi su alcune competenze dell'assemblea degli obbligazionisti abilitata a deliberare: (i) « sulle

modificazioni delle condizioni del prestito »; e, in via residuale, (ii) su « gli altri oggetti d'interesse comune » (rispettivamente: art. 2415, 1° comma, nn. 2 e 5, c.c.).

Iniziando dal secondo, l'« interesse comune » costituisce il limite alla competenza del potere deliberativo, vincolo di congruenza o scopo concreto del decisum, in ragione della riconduzione ad unum delle posizioni, assicurata dalla serialità delle unità in cui l'operazione è frazionata e dipendente, in ultima analisi, dal regolamento di emissione, quale atto di « creazione » e di conformazione dell'operazione stessa; simmetricamente, l'« interesse comune » delinea lo spazio giuridico dell'azione individuale degli obbligazionisti (art. 2419 c.c.). D'altronde, è sempre l'« interesse comune »: (i) a selezionare le esigenze del « gruppo » alla soddisfazione delle quali è preordinata la costituzione del fondo (art. 2415, 1° comma, n. 4, c.c.), restando insensibile alle pretese dei creditori personali dei partecipanti (PISANI [2]); ed (ii) a marcare le competenze e, così, (i limiti al) l'autonomia dell'ufficio di rappresentante comune (art. 2418, 1° comma, c.c.).

Quanto alla competenza sulle « modificazioni delle condizioni del prestito », le incertezze concernono la sua estensione, restando preferibile l'interpretazione meno rigida (DE LUCA-STAGNO D'ALCONTRES; PISANI [2]) che ne apprezza il carattere generale, non concentrato cioè sulle cc.dd. modalità accessorie; sebbene, va da sé, non illimitato. Al riguardo, in poche battute, il limite alla competenza deliberativa sulle « modificazioni del prestito » sembra da appuntare più sulla riconducibilità della modificazione all'« interesse comune » — allora prevalente rispetto a quello dei singoli — che sull'incidenza, strutturale o non, sul rapporto l'emittente. Resta, in questo angolo visuale, irrilevante la « direzione » della modificazione, in *peius* o in *melius* (articola il discorso PICARDI); e neppure un regolamento adottato all'unanimità potrebbe « rendere » « interesse comune » — e così disponibile alla maggioranza — ciò che comune non è, perché attinente a « diritti » del singolo riferibili non a posizioni « comuni » ma semmai « identiche »; a meno di non ritene-

re che, con l'adesione al regolamento e purché sia specificamente espresso, ciascuno rende disponibile alla maggioranza il proprio diritto.

La competenza sulla proposta di concordato nella liquidazione giudiziale (il fallimento nel diritto pre-vigente) e preventivo (art. 2415, 1° comma, n. 3, c.c.) nonché, se del caso, minore (art. 74 cod. crisi) è propedeutica all'esercizio del voto unitario da parte del rappresentante comune, applicando le regole proprie delle procedure concorsuali (così, in particolare e nel diritto pre-vigente, per le garanzie reali e la rinuncia ad esse: SACCHI; PICARDI). Non si dovrebbe escludere né la competenza dell'assemblea a presentare proposte ed offerte di concordato preventivo « concorrenti » (artt. 90 e 91 cod. crisi); né, almeno nel diritto pre-vigente, la sussistenza di rimedi « difensivi » di carattere individuale di derivazione sistematica quale l'opposizione all'omologazione, almeno in taluni casi, di una proposta concordataria (VALZER [3]); contrario PISANI [2]). La competenza sull'accordo di ristrutturazione del debito *ex* art. 57 ss. cod. crisi parrebbe da concedersi (nel diritto pre-vigente, PISANI [2]), se non altro in quanto capace di provocare una « modificazione del prestito » al pari, si direbbe, della convenzione moratoria e del piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione (nell'ordine, i successivi artt. 62 e 64-bis).

4.1. Le regole di adozione delle deliberazioni ed i rimedi contro le deliberazioni.

Le decisioni del « gruppo organizzato » sono « deliberazioni » di un'assemblea alle quali non può che applicarsi il regime del procedimento collegiale, non necessariamente a maggioranza (PRENESTINI), scandito nelle sue tipiche fasi; e che attinge, in una o altra misura, alle regole proprie delle assemblee dei soci e, specificamente dell'assemblea deliberante in sede straordinaria (art. 2415, 3° comma, c.c.) benché priva del controllo di legittimità del notaio (almeno secondo la Massima H.K.2 della Commissione Società del Comitato Triveneto), affrontate nella Sezione III, Parte I, cap. III, di questo Trattato al quale, per l'analisi, si rinvia.

Qualche osservazione di dettaglio: (i) la connotazione della convocazione quale esercizio di un potere (anche stimolato da una predeterminata aliquota di obbligazionisti: art. 2415, 2° comma, c.c.), e dunque di una funzione, consente l'applicazione sia dell'art. 2406, 1° comma, c.c.,

in caso di inerzia del preposto — ufficio di amministrazione o rappresentante comune — *sia del sistema rimediabile prescritto dall'art. 2367 c.c.* (CAVALLO BORGIA); (ii) sono le obbligazioni (e non le azioni) i referenti della qualificazione di « società che fa ricorso al mercato del capitale del rischio » (società cc.dd. aperte) rilevante ai fini della determinazione dei *quorum* di adozione (e di impugnazione) delle deliberazioni (PISANI [2]), giacché occorre aver riguardo *agli interessi di chi* (appunto gli obbligazionisti) queste deliberazioni *ha adottato*; (iii) purché efficaci prima della decisione di emissione, da ammettere sono *deroghe statutarie* dei *quorum* legali (ragguagli in PRENESTINI); (iv) decisa l'emissione, sono vietate modificazioni *unilaterali* del procedimento (CAMPOBASSO [1]); (v) la deliberazione sulle modificazioni delle « condizioni del prestito » richiede « anche in seconda convocazione », una maggioranza deliberativa rafforzata (art. 2415, 3° comma, c.c.); da un lato, inducendo a ritenere che questa debba sussistere in prima convocazione nonché nelle eventuali convocazioni successive alla seconda (PISANI [2]); e, dall'altro, sollevando qualche problema di coordinamento nel caso di società cc.dd. aperte, essendo stabilita una disciplina dei *quorum* non coincidente (sul tema PICARDI); problema da risolversi *dando prevalenza ai precetti specifici dettati dalla disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti*; (vi) *previene potenziali conflitti di interessi la limitazione all'assistenza informativa della partecipazione all'assemblea dei preposti alla gestione e al controllo dell'emittente* (art. 2415, 5° comma, c.c.), essendo, in particolare, precluso l'esercizio del diritto di voto in caso di titolarità di unità (art. 2415, 6° comma, c.c.), da conteggiare, però, in coerenza con l'art. 2368, 3° comma, c.c., nel *quorum* costitutivo; e (vii) *effetti di opponibilità* determina l'iscrizione nel registro delle imprese delle deliberazioni, verbalizzate dal notaio (art. 2415, 3° comma, c.c.) e documentate nel libro « delle adunanze e delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti » (art. 2421, 1° comma, n. 7, c.c.), applicandosi l'art. 2448 c.c. e non l'art. 2436 c.c., riservato alle modificazioni dello statuto (pertanto la « modificazione del prestito » è efficace, iscritta nel registro delle imprese la relativa decisione della società, una volta approvata la deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti ancorché non iscritta: Massima H.K.7 della Commissione Società del Comitato Triveneto).

Pure la regolazione dei rimedi contro le deliberazioni dell'assemblea (art. 2416 c.c.) è, in larga parte, affidata al regime previsto per l'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea dei soci studiato nella Sezione III, Parte I, cap. III, di questo Trattato.

Si devono annotare alcuni disallineamenti e problemi singolari: (i) le percentuali d'impugnazione *non sembrano suscettibili di riduzione o esclusione* ad opera della decisione di emissione o dello statuto dell'emittente,

tente, poiché, diversamente, si titolerebbe l'emittente ad un'interferenza su un regime, quello dell'impugnazione delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti, relativo ad un « diritto di difesa » al quale è estraneo; (ii) nel silenzio del dato positivo, l'inclusione dei preposti agli uffici dell'emittente tra i legittimati attivi deve ammettersi non tanto scandagliando la rilevanza sociale o non del « gruppo organizzato » bensì considerando che il *decisum* degli obbligazionisti dialoga, per così dire, « istituzionalmente e permanentemente » con l'emittente, condizionandone, per questo rispetto, le scelte; sicché i proposti al controllo ed alla gestione di questo *non possono non avere un interesse ad un vaglio di « conformità alla legge o all'atto costitutivo »* (e forse al regolamento di emissione) del *decisum*; simmetricamente, potrebbe uscirne rafforzata la proposta di riconoscere quale *legittimato attivo* anche il rappresentante comune, dovendo in tal caso la legittimazione passiva essere assegnata ad un curatore (contraria DI MARTINO); e (iii) l'impugnazione dovrebbe essere soggetta *al procedimento tracciato dall'art. 2378 c.c.*, statuto normativo dell'impugnazione di *decisum* esito di procedimenti che coinvolgono (potenzialmente) « masse » (di titolari) di unità omogenee destinate a circolazione « agevolata » (il mancato richiamo a quella disposizione non genera soverchi problemi per PICARDI). Pochi dubbi, infine, pone l'applicazione dell'art. 2373 c.c. (FRÈ): l'eventualità del conflitto di interessi essendo co-essenziale ad ogni procedimento deliberativo collegiale nonché, più in generale, ad ogni condotta sostitutiva e funzionale; ed il potenziale danno consiste nel pregiudizio della categoria, l'« interesse comune » di questa fungendo da parametro di conformità del *decisum*.

4.2. Le decisioni del « gruppo organizzato » ed il singolo partecipante.

In una prospettiva per lo più processuale, l'art. 2419 c.c. titola ciascun obbligazionista *all'esercizio di azioni individuali purché non confliggano con le deliberazioni dell'assemblea*, evocando una duplicità di piani: dell'obbligazionista *in quanto tale* e dell'obbligazionista *in quanto partecipante al « gruppo organizzato »*; e dando, a sua volta, contezza della *limitata libertà* della tutela individuale delle singole posizioni giuridiche dei partecipanti.

La partecipazione al « gruppo », se di per sé non è in grado di comprimere la posizione giuridica del singolo, non dimeno *causa la sovra-ordinazione dell'interesse (comune) del « gruppo » all'interesse individuale dei partecipanti*, essendo l'« interesse comune » co-essenziale al « gruppo » medesimo in quanto (im) posto dalla maggioranza. Una sovra-ordinazione, questa, che

diventa operativa esclusivamente *in caso di conflitto*: nel caso in cui, cioè, l'azione individuale persegue obiettivi *incompatibili con una deliberazione dell'assemblea* (diversamente PESCATORE). Di conseguenza, per tutelare la posizione individuale può utilmente agire non solo l'interessato ma anche il "gruppo", perseguendo l'« interesse comune » (art. 2415, 1° comma, n. 5, c.c.) e, così, in concreto (anche) quello, rilevante individualmente, del singolo. Specularmente, il singolo può agire individualmente per tutelare (sia un proprio individuale interesse sia) l'« interesse comune », purché ad esso non provveda — a mezzo deliberazione, appunto, incompatibile — il "gruppo".

L'azione individuale a tutela dell'« interesse comune » non può che presentare effetti limitati al singolo agente essendo alla tutela dell'« interesse comune » preposte "forme" e "procedure" specifiche (l'assemblea ed il rappresentante comune) che in quell'interesse trovano, nell'esercizio delle rispettive competenze, *limite e autonomia*. Ne discende, ancora (i) che qualora vi sia un'incompatibilità tra l'azione individuale e l'azione del rappresentante comune, si deve ritenere, con interpretazione estensiva, che prevalga quest'ultima; e (ii) il divieto per il singolo che agisca individualmente, a tutela dell'interesse individuale o dell'« interesse comune », di avvalersi dei poteri e competenze propri dell'assemblea e del rappresentante comune.

Il singolo obbligazionista conserva le tutele dal diritto comune assegnate a qualunque creditore sociale; benché, è altrettanto ovvio, dall'esercizio di alcune possano derivare effetti "allargati" tanto agli altri creditori quanto *erga omnes*.

Di ciò è testuale conferma l'art. 2503-bis, 1° comma, c.c., legittimando ciascun obbligazionista ad opporsi alla fusione in relazione alle società debtrici coinvolte nei limiti in cui l'operazione non sia approvata « dall'assemblea », o questa non sia stata convocata; nonché, nel caso, pure possibile, di decisione da questa attribuita al rappresentante comune. Regole, va da sé, applicabili anche alle scissioni (art. 2506-ter, ult. comma, c.c.) e, forse, suscettibili di applicazione a tutte le "opposizioni" previste dal diritto azionario (PISANI [2]). Nelle fusioni e scissioni, l'opposizione peraltro tutela non solo la possibile incapienza patrimoniale dell'ente risultante dall'operazione ma pure la prognosi dell'esatto adempimento del debito (MUCCIARONE); prognosi che viene meno con la pubblicazione del progetto, precludendo l'opposizione in caso di circolazione successiva dell'unità (EREDE); essendo comunque attivabile

il rimedio (individuale) risarcitorio titolato dagli artt. 2504-*quater* c.c. nonostante l'approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea (soprattutto nelle ipotesi di dissenso, assenza o consenso su informazioni errate; G. SCOGNAMIGLIO).

La plausibilità di modificazioni individuali del regolamento di emissione, infine, deve così scomporsi. Scontato che ogni modificazione approvata dall'assemblea produce effetti sul "gruppo" e pertanto su ciascun obbligazionista; e che, viceversa, una modificazione individuale non potrà che produrre effetti individuali sul singolo obbligazionista coinvolto; scontato ciò, va pure rilevato come l'art. 2419 c.c. sembri porre il *singolo in una posizione di libertà della disposizione dei propri interessi quantunque sotto-ordinata alle deliberazioni incompatibili del "gruppo"*. Entro tale limite, allora, non può che ammettersi la legittimità di una modificazione individuale del regolamento di emissione.

4.3. *L'ufficio di rappresentante comune.*

L'analisi sul rappresentante comune può completarsi declinando dell'ufficio i requisiti per la preposizione, la regolamentazione del rapporto e la modulazione delle attribuzioni.

(A) *Requisiti per la preposizione.*

La preposizione è riservata: (i) a persone fisiche, obbligazionisti o non; (ii) ad enti ad attività professionale e qualificata (art. 2417, 1° comma, c.c.). Le cause di ineleggibilità e, se sopravvenute, di decadenza — sul calco dell'art. 2382 c.c. — mirano ad assicurare l'indipendenza del preposto dall'emittente. Indipendenza intuitivamente da adattarsi in caso di nomina di un ente: dovendosi assicurare (almeno) per le persone fisiche che, per l'ente preposto, decidono ed impedendo la preposizione di enti-controllanti *jure* o, mercé clausole cc.dd. di *covenants*, di fatto (PICARDI).

(B) *La regolamentazione del rapporto.*

La regolamentazione del rapporto condivide molti preceetti con l'ufficio di amministrazione: molti, ma non tutti, non

essendo il rappresentante comune un gestore in senso proprio. Sicché, per esempio, si ammette la revoca giudiziale da parte del singolo obbligazionista (PETTITI) e si esclude la c.d. *prorogatio* (CAMPOBASSO [1]; DI MARTINO).

Due dettagli meritano di essere segnalati: (i) se l'organizzazione del "gruppo" mira alla tutela degli interessi tanto degli obbligazionisti quanto dell'emittente, dovrebbe ammettersi un'allocazione del costo di funzionamento dell'ufficio (il compenso) su entrambi, superando la tesi dell'imputabilità in via esclusiva a seconda della riconduzione, in sede ricostruttiva, dell'appartenenza (e del grado di appartenenza) o meno del "gruppo organizzato" all'emittente; (ii) l'attivazione della responsabilità risarcitoria provocata dalla preposizione è commessa non solo al singolo — a tutela del proprio interesse individuale (e di "gruppo") — ma anche all'assemblea, potendosi invocare l'art. 2393 c.c. (CAVALLO BORGIA); meno ovvia appare l'applicazione dell'art. 2393-bis c.c., la tutela accordata da quest'ultima disposizione essendo assorbita dalla legittimità dell'azione del "gruppo" e, nei limiti dalla compatibilità, del singolo.

(C) *Le attribuzioni: ampliamenti e sottrazioni.*

Sull'eventuale ampliamento o sottrazione delle attribuzioni, il ragionamento deve muovere da due assunti: (i) la funzione dell'ufficio di rappresentante comune è diretta, in via immediata o mediata, all'attuazione ed alla tutela dell'« interesse comune » (PESCATORE; 2418, 1° comma, c.c.); e (ii) nonostante la titolarità di un'area di autonomia, marcata da quell'interesse, la posizione del rappresentante comune resta sotto-ordinata all'assemblea prevalendo, in caso di contrasto (precedente o successivo), la deliberazione del "gruppo".

Cosicché, tra l'altro, la deliberazione potrebbe, pattiziamente, rilevare quale preventiva autorizzazione dagli effetti, in punto di responsabilità, in tal caso esimenti, sfuggendo, s'è detto, la riconduzione del rappresentante comune ad un ufficio "gestorio" in senso stretto; deliberazione inessenziale per l'esercizio della legittimazione processuale, esercizio piuttosto orientato dalla coerenza con l'interesse del "gruppo" (BRANCADORO; CAMPOBASSO [1]; CAVALLO BORGIA).

Ne consegue che, in assenza della nomina di rappresentante comune, è incontestabile la deliberazione di assegnazione a terzi di poteri *ad hoc* purché diversi da quelli nominati *ex*

lege (per la Massima H.K.8 della Commissione Società del Comitato Triveneto, in mancanza del rappresentante comune l'assemblea degli obbligazionisti può essere presieduta dal presidente della società o da altro soggetto nominato direttamente dagli intervenuti); e, al contrario, difficilmente sembra da concedersi la soppressione o la modificazione delle competenze legali funzionali all'interesse del "gruppo" in quanto tale o "disaggregato".

Si pensi all'art. 201, 8° comma, cod. crisi che titola nella liquidazione giudiziale il rappresentante comune al ricorso per l'ammissione al passivo di « singoli gruppi di creditori » previa procura extra-assembleare (nel diritto pre-vigente, PISANI [2]); ferma comunque l'ammissibilità di ricorsi individuali (nel diritto pre-vigente, SACCHI).

IV.

LE OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI

1. *Profili generali.*

Caratteristica delle obbligazioni convertibili è *la possibilità di convertire, secondo un pre-determinato rapporto di cambio, le pretese di restituzione e di remunerazione in partecipazione sociale, l'attribuzione divenendo destinazione*. Sicché l'originaria posizione di obbligazionista è suscettibile di "evolvere" in quella di socio: posizioni, quella, precaria e, questa, potenziale al decorso di un lasso di tempo (il periodo di conversione) indicato (e eventualmente regolato) nella decisione di emissione o, nel silenzio, dalla legge (c.d. conversione continua; art. 2420-bis, 3° comma, c.c.). Precarietà e potenzialità che postulano *una dimensione temporale diacronica invocando regole a tutela della persistenza della potenzialità, prima, e dell'attuazione, poi, dell'evoluzione in partecipazione sociale*.

Dal punto di vista concorsuale, parrebbe da concedersi l'applicabilità dell'art. 120-ter cod. crisi, essendo quelle posizioni pensabili siccome "classi".

Partecipazione che può essere rappresentata: (i) *dal punto di vista dell'appartenenza al rapporto sociale*, da azioni del debitore (l'emittente finanziato) o altrui, cioè di altra società collegata, in vario modo, al debitore (esemplarmente: controllata); e (ii) *dal punto di vista della tecnica di ingresso nel rapporto sociale* (di rilascio della posizione sociale) da azioni di nuova emissione oppure non, cioè da azioni proprie, se del debitore, o, se altrui, azioni già nel patrimonio del debitore o comunque da questo disponibili (obbligazioni cc.dd. sostituibili, DE LUCA-STAGNO D'ALCONTRES).

Ne discende la diversità di attuazione e di (conseguente) tutela della (eventuale) conversione del "debito in rapporto sociale". All'attuazione del diritto "di conversione" *su azioni di nuova emissione*, l'unica ipotesi testualmente disciplinata, è funzionale un aumento, c.d. a servizio, del capitale sociale (art. 2420-bis, 2° comma, c.c.); *aumento rilevante quale predisposizione dell'emissione delle azioni, disponendo*, sotto il profilo della tutela dell'attuazione del diritto "di conversione", *contestualmente all'indebitamento, l'apertura del rapporto sociale all'eventuale ingresso degli obbligazionisti*. Quando, viceversa, il diritto "di conversione" insista *su azioni già emesse* (anche detenute in "portafoglio": Massima H.K.10 della Commissione Società del Comitato Triveneto), attuazione e relativa tutela si appuntano *sulla riserva dell'ingresso nel rapporto sociale, già disponibile, costituendo un vincolo, a rilevanza obbligatoria, sulle azioni proprie o altrui* (LIBONATI [2]).

La disciplina di tali *varianti innominate* (alcune con testuale addentellato: art. 2412, 5° comma, c.c.; art. 12, 5° comma, TUB) deve essere selezionata sulla base della compatibilità e dell'applicazione analogica o estensiva delle regole scritte scandite, essenzialmente, nella competenza decisionale, nel governo delle operazioni sul capitale sociale e nella tutela della posizione dell'obbligazionista in quanto "potenziale socio".

L'aumento c.d. a servizio del capitale sociale, quindi: (i) è necessario nell'ipotesi di conversione in azioni, del debitore o altrui, di nuova emissione; (ii) funge da predisposizione (dell'attuazione) dell'apertura del rapporto sociale con operazione c.d. di mercato primario; e (iii) è deciso dalla società sulle

cui azioni insiste il diritto "di conversione". *Ed è proprio l'indispensabile modificazione del capitale sociale, quale predisposizione dell'apertura del rapporto sociale, a giustificare la dislocazione della relativa competenza, in prima battuta, sull'assemblea dei soci deliberante in sede straordinaria, tecnica decisionale titolata alle modificazioni dello statuto* (art. 2420-bis, 1° comma, c.c.).

Per converso, se il diritto "di conversione" si dirige su azioni già emesse, l'inessenzialità dell'aumento c.d. a servizio del capitale sociale consente la (residuale) *attribuzione della competenza all'emissione delle obbligazioni convertibili all'ufficio di amministrazione*, in coerenza con l'art. 2410 c.c., essendo, se del debitore, necessaria l'autorizzazione dell'assemblea dei soci (deliberante in sede ordinaria) per l'acquisto e la disposizione di azioni proprie. E negli stessi sensi è a dirsi per il caso di obbligazioni convertibili in azioni di nuova emissione (ma) altrui, la modificazione del capitale sociale — da adottare, evidentemente, secondo la relativa procedura — essendo insistente, appunto, su altra società.

Poco o nulla cambia nell'obbligazioni cc.dd. *cum warrants*, diritti accessori a carattere obbligatorio e suscettibili di autonoma circolazione che titolano (non alla conversione ma) all'acquisto o alla sottoscrizione di azioni del debitore o altrui, entro un pre-determinato periodo di tempo ad un importo pre-determinato, *versando un corrispettivo ulteriore* rispetto a quanto apportato per la sottoscrizione delle obbligazioni; un'operazione sul capitale sociale essendo comandata solo per l'ipotesi di conversione su azioni di nuova emissione, il corrispettivo rilevando, in tal caso, siccome conferimento.

I cc.dd. *warrants* sono suscettibili di circolazione, se documentati, cartolare, ovvero, se previsto nel regolamento di emissione, quali *titoli impropri*; l'assenza di documentazione, provoca l'applicazione della cc.dd. *intermediata e regolamentata*, in quanto «strumenti finanziari» [art. 1, comma 1-bis, lett. c), 2° comma, TUF].

Nella prospettiva finanziaria, le obbligazioni convertibili presentano *una duplice valenza*: per un verso, *dall'emissione il debitore ricava utilità, dirette o indirette, immediate*; per l'altro, l'esercizio del diritto di conversione: (a) *elimina, dallo stato patrimoniale di bilancio, un debito, sostituito dall'incremento di una posta nel patrimonio netto, il capitale sociale c.d. nominale*; (b)

scioglie i vincoli connessi alle azioni proprie, qualora queste siano oggetto della conversione; (c) quando insiste su azioni altrui (c') già emesse, *elimina un debito dallo stato patrimoniale di bilancio dell'emittente le obbligazioni, (c'')* di nuova emissione, *modifica*, nello stato patrimoniale di bilancio dell'emittente le obbligazioni, *un soggetto del rapporto sostituendo gli obbligazionisti con la società emittente le azioni*; rapporto, tra questa e l'emittente le obbligazioni, capace di essere regolato secondo modalità differenziate anche (e soprattutto) sull'asse del tempo; sicché la contestualità della predisposizione dell'emissione è, in tal caso, solo tendenziale.

Un angolo visuale che rende comprensibile l'allocazione del diritto "di conversione" anche: (i) sul "gruppo" degli obbligazionisti, purché sia previsto *ex ante* nel regolamento di emissione; e (ii) sul debitore emittente (cc.dd. reverse convertible), arbitro di soddisfare l'obbligazionista ovvero, sopprimendo un debito, di "cedere" parti sociali con (la logica) disapplicazione delle regole poste a tutela del rapporto di conversione quando l'"evoluzione" in posizione sociale sia nella disponibilità dell'obbligazionista (PICARDI). E la prassi conosce diverse varianti: dalla "conversione automatica" al verificarsi di un pre-determinato evento o alla scadenza (cc.dd. prestiti convertendi), l'assunzione della qualità di socio essendo "differita nel tempo" o "condizionata"; alla previsione *ex ante* della facoltà di soddisfare l'obbligazionista attraverso la corresponsione di un somma di denaro diversa dal valore nominale delle obbligazioni ma pari al valore delle azioni cc.dd. di compendio (c.d. *cash settlement option*; A. GIANNELLI [2]). Ipotesi, queste, la cui ammissibilità deve valutarsi caso per caso al pari della disciplina applicabile tenendo conto della sussistenza o meno della pretesa di restituzione eventualmente "sostituibile" e della riconoscibilità o meno di un diritto "di conversione" e della sua allocazione. Analogamente si direbbe nell'ipotesi "di conversione" in unità non azionarie (strumenti finanziari "altri" rispetto alle azioni), dove, a ben vedere, si assisterebbe essenzialmente ad una modificazione del regolamento di emissione originario.

Una sostituzione tra, o, se si vuole, una ri-classificazione di, "debito e capitale sociale" che logicamente spiega: (i) *la disapplicazione del limite all'emissione* (art. 2412, 5° comma, c.c.); (ii) *la scelta e l'indicazione del rapporto di cambio* nella decisione di emissione e sull'(eventuale) titolo — del numero, cioè, di azioni ottenibili per ogni unità (azioni cc.dd. di compendio); e (iii) *l'irriducibilità*, in linea di principio, *del rilascio dell'utilità*

assegnata dagli obbligazionisti alla tecnica del conferimento (in argomento, CIMMINO), essendo il capitale sociale "liberato" dalla "sparizione" del debito, sì da impedire di qualificare le azioni cc.dd. di compendio quali azioni « emesse come corrispettivo di un conferimento » [esemplarmente: artt. 48, e 69 Direttiva (UE) 2017/1132] e da rendere convincente la ricostruzione dell'operazione in termini di una *novazione del rapporto obbligazionario in rapporto sociale* (CAMPOBASSO [1]).

L'irriducibilità ai conferimenti, tuttavia, non esclude affatto l'applicazione della *selezione delle utilità idonee alla "sottoscrizione" del "capitale sociale"*: utilità che devono essere « suscettibili valutazione economica » e da cui sono esclusi gli « impegni di esecuzione di lavori o di prestazioni di servizi » [art. 46 Direttiva (UE) 2017/1132]. Al conferimento (ed alle sue regole) deve invece ricondursi: (i) l'ipotesi di conversione in azioni altrui di nuova emissione almeno quando l'aumento c.d. a servizio del capitale sociale *sia stato "liberato" con la provvista raccolta* attraverso la sottoscrizione delle obbligazioni, questa essendo assegnata, secondo lo schema della delegazione (LIBONATI [2]; DE LUCA-STAGNO D'ALCONTRES), dall'emittente (le obbligazioni) all'emittente le azioni "bersaglio"; e (ii) il caso in cui l'esercizio del diritto "di conversione" si atteggi quale sottoscrizione del capitale sociale altrui, gli obbligazionisti *conferendo*, all'emittente le azioni, "crediti", cioè le pretese di restituzione e remunerazione verso l'emittente le obbligazioni. Il presidio dell'attuazione della conversione richiedendo, nel primo caso, l'indicazione del rapporto tra i due emittenti nella decisione di emissione delle obbligazioni; nel secondo, la previsione, nella decisione di aumento c.d. a servizio del capitale sociale, della corrispondente offerta agli obbligazionisti, fonte della soggezione al diritto "di conversione".

2. Il procedimento di emissione: le decisioni.

La duplicità di rapporti, obbligazionario e sociale, si riflette, nella (logica) *connessione tra due decisioni*: di emissione delle obbligazioni e di aumento c.d. a servizio del capitale sociale rette da forme e formalità proprie dei rispettivi procedimenti. Connessione tradotta nell'obbligo: (i) *di integrale liberazione del capitale sociale (già) sottoscritto*, simmetricamente a quanto stabilito dall'art. 2438, 1° comma, c.c. quantunque quest'ultimo condizioni l'esecuzione — e non l'adozione —

della deliberazione di aumento, potendosi raccomandare l'applicazione della regola più rigorosa anche nei casi di emissioni di obbligazioni convertibili in azioni altrui di nuova emissione nonché di obbligazioni cc.dd. *cum warrants* su queste; e (ii) di contestualità delle due decisioni a presidio dell'attuazione del diritto "di conversione"; contestualità da predicarsi almeno rispetto all'adozione delle decisioni benché dilatazioni possano determinarsi combinando i relativi tempi di iscrizione nel registro delle imprese, ferma, però, la *predisposizione all'apertura del rapporto sociale* per emettere le unità convertibili.

In caso di esistenza di più categorie di azioni (o di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi), qualora l'emissione di nuove azioni, a seguito della conversione, possa modificare il rapporto tra diverse categorie o, comunque, ledere i diritti appartenenti a categorie preesistenti è necessaria l'approvazione delle pertinenti *assemblee speciali* (art. 2376 c.c. STELLA RICHTER JR. [3]).

Qualche dubbio può sollevarsi sul divieto di emissione delle obbligazioni per importo inferiore al valore nominale, divieto in vigore fino al d.lgs. n. 6/2003 ispirato alla garanzia della c.d. effettività del capitale sociale. Pure prescindendo dal riconoscimento o meno e dall'intensità del riconoscimento di un ruolo a quella garanzia, si deve evidenziare che la "copertura" del capitale sociale c.d. a servizio è concentrata non sull'utilità derivante dalla sottoscrizione delle unità ma dal (la sostituzione del) "rimborso" (: la pretesa di restituzione in uno con la pretesa di remunerazione) vantato dall'obbligazionista nei confronti della società; essendo, allora, legittima l'emissione c.d. con disagio, purché il "rimborso" che spetterebbe agli obbligazionisti in caso di mancata conversione non sia inferiore al valore (nominale) delle azioni cc.dd. di compendio (non dissimile la Massima n. 16 del Consiglio Notarile di Milano).

In definitiva, il principio inderogabile sulla preclusione di una minusvalenza (di oltre il quinto) del valore complessivo dei conferimenti rispetto alla cifra prescelta quale capitale sociale c.d. nominale (artt. 2343, ult. comma, e 2346, 5° comma, c.c.) — questo principio, si diceva, si attiva *non al momento*

dell'emissione bensì al momento della conversione ed insiste sul (debito per il) "rimborso" dovuto dal debitore all'obbligazionista; sulla sostituzione, vale a dire, di un debito con il capitale sociale vincolando la determinazione del rapporto di cambio sì da vietare l'applicazione di un criterio che impedisca l'individuazione *ex ante* della cifra massima del capitale sociale che potrà essere "coperta" al momento dell'esercizio del diritto "di conversione", imputando l'eventuale eccedenza a riserva "sovrapprezzo azioni".

Da altro punto di vista, l'effettività dell'attuazione del diritto "di conversione" richiede: (i) l'irrevocabilità dell'aumento c.d. a servizio del capitale, rilevante quale "proposta di conversione" cui corrisponde un diritto di opzione alla "conversione"; e (ii) la preclusione del diritto di opzione sulle azioni cc.dd. di compendio a soci ed a titolari di obbligazioni convertibili già emesse. Affinché la conversione sia "attuabile", non può non ammettersi, cioè, che le azioni cc.dd. di compendio debbano necessariamente destinarsi alla potenziale conversione delle obbligazioni a cui si riferiscono.

Negli stessi sensi è a dirsi in caso di obbligazioni cc.dd. *cum warrants* su azioni di nuova emissione del debitore e di conversione in azioni altrui di nuova emissione, al più riservando la sottoscrizione delle obbligazioni convertibili altrui ai soci della società emittente le azioni cc.dd. di compendio.

3. La delega delle decisioni.

La decisione di emissione può essere delegata all'ufficio di amministrazione (art. 2420-ter c.c.): abilitazione che, *preconstituendo l'apertura del rapporto sociale*, richiede un titolo statutario (originario o successivo), una delega comprensiva — anche implicitamente (SPERANZIN) — del potere di aumento del capitale sociale c.d. a servizio.

Un precetto testuale vieta la delega a sub-uffici gestori (art. 2381, 4° comma, c.c.) ed una prospettiva sistematica non esclude la delega al Consiglio di sorveglianza.

Se la decisione di aumento del capitale sociale resta assoggettata alle condizioni previste dall'art. 2420-bis, 1° e 2° comma, c.c., la sua delega all'ufficio di amministrazione provoca, sotto altro profilo, l'applicazione di medesimi limiti e forme previsti per *la delega dell'aumento c.d. a pagamento del capitale sociale* (art. 2443 c.c.) studiata in questo Trattato, nella Sezione II, Parte I, cap. II, cui si rinvia.

L'emissione è esercizio di un potere *delegato*: d'onde la soggezione alle eventuali prescrizioni contenute nella delega, innanzitutto sull'individuazione del rapporto di cambio, la competenza alla fissazione del quale, in assenza di indicazioni, spetta al delegato, al pari del contenuto del regolamento dell'emissione e del periodo di conversione. D'altronde, la rimozione del limite all'emissione (art. 2412, 5° comma, c.c.) rende *indispensabile solo la pre-determinazione*, eventualmente indiretta, *dell'ammontare massimo dell'emissione e del corrispondente aumento c.d. a servizio del capitale sociale*, vincolo al quale la decisione delegata resta astretta in uno *con la scadenza temporale dell'esercizio della delega*. Vincolo e scadenza rilevanti, in difetto, quali cause di *invalidità* della decisione delegante e, in caso di trasgressione, della decisione delegata.

La decisione delegata può emettere obbligazioni convertibili in azioni di categorie pre-esistenti in assenza di un'espressa previsione della delega: ciò purché non si alterino le proporzioni di distribuzione tra i soci. Diversamente occorrerà un'espressa previsione: (i) quale pre-condizione per la copertura statutaria in caso di categorie non previste (art. 2348, 1° comma, c.c.); ovvero (ii) per l'applicazione dell'art. 2376 c.c. qualora l'emissione possa provocare un pregiudizio alle categorie (di azioni e di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi) pre-esistenti, benché, può aggiungersi per inciso, esso non possa risolversi nel *potenziale "allargamento" della compagine sociale*.

Logicamente alcuna delega è ipotizzabile: (i) in assenza di aumento c.d. a servizio del capitale sociale; (ii) quando questo sia commesso ad una società diversa dall'emittente le obbligazioni (rispettivamente, obbligazioni convertibili: in *azioni già emesse* ed in *azioni altrui di nuova emissione*); e (iii) nell'emissione di obbligazioni cc.dd. *cum warrants*, essendo l'emissione ed il diritto "di conversione" (benché connessi) autonomi.

4. *Il regolamento della posizione degli obbligazionisti convertibili.*

L'inevitabile dimensione *diacronica* della raccolta obbligazionaria convertibile richiede *la salvaguardia*, pendente il diritto "di conversione", *della posizione di "potenziali soci"* degli obbligazionisti in relazione a selezionate *decisioni*, volontarie o non, isolate o inserite in un più ampio procedimento. Decisioni, per un verso, la cui adozione *non può essere di per sé vietata*, diversamente paralizzando la gestione (*lato sensu*) dell'attività d'impresa e la "modulazione" dell'organizzazione sociale; ma, per l'altro, *suscettibili di produrre effetti sulla posizione dei "potenziali soci"*, allora destinatari di presidi a loro tutela puntualizzati in un *divieto "precario"* di adozione e di *reazioni ad essa*.

Al divieto "precario" sono sottoposte le decisioni di *riduzione c.d. volontaria* (ma c.d. reale per la Massima H.K.11 della Commissione Società del Comitato Triveneto) *del capitale sociale e di modificazioni sulla ripartizione degli utili* (art. 2420-bis, 4° comma, c.c.); la prima, *riducendo il patrimonio netto* e, pertanto, modificando *le condizioni di conversione* previste nel regolamento di emissione; la seconda, incidendo sulla *redditività delle azioni cc.dd. di compendio* e, così, comprendendo *ogni modificazione capace di alterare l'assetto, legale o statutario, di ripartizione degli utili* a cui può funzionalmente equipararsi la disposizione di riserve statutarie.

Sottratta al divieto è la disposizione di riserve facoltative caratterizzate dall'assenza di *un grado di stabilità* suscettibile di apprezzarsi (tipicamente) quale componente significativa della "scelta di investimento", la disposizione di esse dipendendo da deliberazioni adottate in sede ordinaria (RUBINO DE RITIS). Quanto all'emissione di *azioni privilegiate* (e di strumenti finanziari "altri" rispetto alle azioni), qualora alterino l'assetto statutario di ripartizione degli utili, la conversione c.d. anticipata sembra da concedersi non essendo funzionalmente equiparabile al diritto di opzione, questo richiedendo *un'ulteriore destinazione di ricchezza* (sul problema, ANGELICI-LIBERTINI).

Il divieto è "precario" giacché è rimosso con *il compimento di una formalità pubblicitaria* (iscrizione nel registro delle im-

prese di un avviso almeno novanta giorni prima della convocazione dell'assemblea competente) dall'esecuzione della quale è attivabile, entro i successivi trenta giorni, la *conversione* c.d. *anticipata* rispetto alla (eventuale) scadenza del periodo di conversione (dei complessivi novanta giorni, sessanta sarebbero derogabili senza il consenso degli obbligazionisti per Massima H.K.9 della Commissione Società del Comitato Triveneto); esercitando il diritto di conversione, l'obbligazionista, divenuto socio, concorre come tale al procedimento decisionale (art. 2420-bis, 4° comma, c.c.). Tecnica, questa, prevista anche per la decisione sulla fusione e scissione cui si aggiunge una *tutela alternativa* per gli obbligazionisti — restati tali per mancato esercizio del diritto di conversione c.d. *anticipata* — costituita dalla necessaria "equivalenza dei diritti" loro spettanti prima dell'operazione salvo approvazione da parte dell'assemblea (art. 2503-bis, 3° comma, c.c.; 2506-ter, 5° comma, c.c.).

Della regola sulla "equivalenza dei diritti" dovrebbe potersi invocare — ben inteso: in senso non "assoluto" ma "relativo" — l'applicazione alle decisioni soggette al divieto "precario"; decisioni che, *ex se*, quella "equivalenza" alterano e ciò nondimeno costringono ad una ri-calibrazione proporzionale dei diritti di chi non ha "anticipatamente convertito" in rapporto alla nuova situazione del patrimonio netto (e delle azioni) ed alle nuove regole sulla ripartizione degli utili. Ciò almeno se si ammette che, concessa la conversione c.d. *anticipata* (*ultra*), permanga su chi non se ne è avvalso il diritto "di conversione" (PICARDI; CONTRARIO RUBINO DE RITIS).

La potenzialità della partecipazione al rapporto sociale, dunque, è tutelata *anticipando il diritto di "ingresso" nella compagine sociale* e, nelle fusioni e scissioni, anche *assicurando la permanenza, dopo l'operazione, delle condizioni di "ingresso"* richiedendo un "ricalcolo" del tasso di conversione in funzione del rapporto di cambio (G. SCOGNAMIGLIO) in tutti i casi in cui le azioni cc.dd. di compendio siano emesse dalla società risultante dall'operazione.

In una visione patologica, può accennarsi: (i) al comportamento malizioso che intenda anticipare la scelta sull'esercizio del diritto "di conversione" (c.d. consumazione del diritto "di conversione"); e (ii) alla legittimità, per l'obbligazionista divenuto socio a seguito di conversione

c.d. *anticipata*, di riconvertire le azioni in obbligazioni in caso di mancata efficacia o sopravvenuta inefficacia della decisione la cui adozione ha titolato la conversione. All'impostazione delle soluzioni sembra contribuire la suvalenza, nelle vicende organizzative delle società azionarie, dei rimedi cc.dd. reali rispetto a quelli risarcitori: convertite le obbligazioni, il "tornare indietro" deve essere scoraggiato, eventuali pregiudizi causati da condotte illecite dovendosi ristorare con rimedi risarcitori.

In conseguenza dell'aumento c.d. *gratuito* o della riduzione (facoltativa per la Massima n. H.K.11 della Commissione Società del Comitato Triveneto) per perdite del capitale sociale la potenziale "evoluzione" del rapporto obbligazionario in rapporto sociale richiede l'adeguamento proporzionale del rapporto di cambio (art. 2420-bis, 5° comma, c.c.; adeguamento "automatico" secondo la Massima H.K.5 della Commissione Società del Comitato Triveneto): una reazione resa necessaria dall'applicazione della parità di trattamento, "nel bene e nel male", tra soci e obbligazionisti "potenziali soci".

Per la Massima H.K.14 della Commissione Società del Comitato Triveneto il rapporto di cambio preserva il rapporto tra "percentuali partecipative", sicché le perdite inciderebbero su quel rapporto solo in caso di riduzione del numero delle azioni a cagione della riduzione del capitale sociale: ne seguirebbe che, qualora quelle perdite fossero ripianate senza operare sulla riduzione delle azioni (ad esempio utilizzando riserve cc.dd. di patrimonio o aumentando il valore nominale di queste), il rapporto di cambio resterebbe quello originario.

Nella duplice prospettiva: (i) di (decidere di) diventare soci nella consistenza patrimoniale in cui la società si trova al momento della conversione; e (ii) della perduranza della percentuale proporzionale di conversione in rapporto sociale offerta agli obbligazionisti al momento dell'emissione delle unità.

L'aumento c.d. *gratuito* del capitale sociale conduce all'adeguamento del rapporto di cambio: (i) con proporzionale aumento del numero o del valore nominale delle azioni cc.dd. di compendio a seconda della tecnica di aumento prescelta; adeguamento automatico se il valore nominale è inespreso, così risolvendo il problema connesso alla circostanza che, anche prima dell'aumento, il valore delle riserve incide comunque sul valore economico delle azioni sul quale il rapporto di cambio si basa (FERRI); e (ii) con corrispondente incremento del capitale sociale c.d. a

servizio a mezzo appostazione di una riserva. Meccanismi speculari devono applicarsi in caso di *riduzione del capitale sociale per perdite*; peraltro il rapporto di cambio resta immutato in caso di azioni prive di valore nominale (Massima H.K.15 della Commissione Società del Comitato Triveneto). Riduzione, ancora, che, se c.d. a zero, comporta la riduzione “a zero” del rapporto di cambio sostituendo all’esercizio del diritto “di conversione” l’esercizio del diritto di opzione, secondo il rapporto di cambio originario, sulle azioni di nuova emissione conseguenti alla ricostituzione del capitale sociale (Massima H.K.3 della Commissione Società del Comitato Triveneto); diritto d’opzione, in questo caso, da riconoscersi sulla base della circostanza che la decisione di diventare soci resta intatta per gli obbligazionisti, la consistenza patrimoniale della società obbligando, tuttavia, per l’attuazione di quella decisione ad una (ulteriore) attribuzione di utilità siccome conferimento. *Preclusa* rimane la trasformazione del debitore in ente non titolato alla raccolta obbligazionaria.

La potenzialità dell’“evoluzione” in rapporto sociale, secondo un pre-determinato rapporto, implica, logicamente, il riconoscimento, per i “potenziali soci”, *del diritto di opzione* quale reazione all’aumento c.d. a pagamento del capitale sociale o all’emissione di (nuove) unità convertibili; diritto di opzione simmetricamente concesso ai soci “attuali” sull’emissione di queste (art. 2441, 1° comma, c.c.).

Il diritto di opzione (e di prelazione sul c.d. inoptato: art. 2441, 3° comma, c.c.), in altri termini, è *riconosciuto a chi partecipa o potenzialmente partecipa alla compagine sociale, tutelando la costanza della proporzione nell’assetto attuale o futuro di questa, le legge ipotizzando ex ante che l’intero indebitamento convertibile sia effettivamente convertito.*

La descritta reazione normativa è stata messa in discussione da una pronuncia della Corte di Giustizia dell’Unione europea (18 dicembre 2008, C-338/06, § 43; in argomento, tra i primi, WEIGMANN), la quale, giudicando su una consimile disposizione spagnola, ha ritenuto l’attribuzione agli obbligazionisti del diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione in contrasto con l’art. 29, 1° e 6° comma, Direttiva 77/91/CEE [ora art. 72, 1° e 6° comma, Direttiva (UE) 2017/1132]. Secondo l’arresto il diritto di opzione degli obbligazionisti sulle azioni di nuova emissione dovrebbe essere *subordinato a, e non in concorso con*, quello dei soci “attuali”. Epperò quel concorso è senza dubbio *pattiziamente ammissibile* con una previsione *ad hoc* nella decisione di aumento del capitale sociale rilevando quale *limitazione*, per i soci “attuali”, del diritto di

opzione; cosicché si potrebbe ritenere che siffatta limitazione *sia implicita ogni qualvolta si decida l’emissione di obbligazioni convertibili*. D’altronde un simile concorso è pure previsto nel caso, non contestato, di liquidazione con operazione c.d. di mercato secondario della partecipazione del socio recedente (art. 2437-*quater*, 1° comma, c.c.). La soppressione del diritto d’opzione secondo l’art. 2441, 5° comma, c.c. non sembra richiedere alcuna interlocuzione dei “potenziali soci”, essendo al più predicabile una *tutela obbligatoria (a fortiori per l’esclusione o la limitazione legale)*; restando comunque inapplicabile l’art. 2376 c.c., come pure si è proposto (SALAFIA) qualificando le unità convertibili, in quanto destinatarie del diritto di opzione, siccome « strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi »: invero, dell’interesse della società, unica ancora della legittimità della limitazione o della esclusione del diritto di opzione, sono i *soci “attuali”* e non *quelli potenziali* a dover e poter decidere, modulando *la costanza della proporzione nella compagine sociale* che quel diritto, *osservato dal punto di vista del rapporto tra soci “in potenza” e soci “attuali”*, garantisce.

Lo statuto normativo del divieto “precaro” e delle “reazioni” non può estendersi a decisioni non espressamente indicate, destinatarie, viceversa, della disciplina generale per le “modificazioni del prestito” (art. 2415, 1° comma, n. 2, c.c.).

Per le decisioni a quest’ultime non riconducibili la tutela è obbligatoria e si incentra sull’esecuzione *secondo buona fede del rapporto*. Il che non esclude, al ricorso delle condizioni oramai sufficientemente delineate dalla giurisprudenza teorica e pratica, l’apprezzamento del difetto di buona fede quale “abuso” inficiando l’efficacia della decisione: una soluzione preferibile rispetto all’ampliamento della latitudine precettiva delle “modificazioni del prestito”, comprendendo decisioni “sensibili” (ad esempio, il trasferimento della sede sociale all’estero; GINEVRA); decisioni che, in vero, incidono su interessi disponibili solo a chi socio lo è al momento dell’adozione e non a chi socio potrebbe diventare.

Le regole fin qui compendiate sono applicabili, in via analogica, alle unità convertibili in *azioni altrui* sia pur con gli indispensabili adattamenti, dovendosi, in particolare, aver riguardo alle decisioni adottate dalla società emittente le azioni. Per le obbligazioni cc.dd. *cum warrants*, poi, dovrebbe appurarsi se al momento dell’emissione delle unità sia stato già predisposto l’ingresso nel rapporto sociale “bersaglio”; e

così non sarebbe qualora la regolamentazione dell'operazione prevedesse un diritto di sottoscrizione di azioni relative ad un aumento di capitale sociale eventuale o successivo nonché di azioni non ancora nella disponibilità del debitore.

Bibliografia.

ANGELICI, *Profili dell'impresa nel diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2015, 237 ss. [1]; ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012 [2]; ANGELICI-LIBERTINI, *Un dialogo sul voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 1 ss.; ATLANTE-RUOTOLO, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412)*, *Studio del Consiglio nazionale del notariato*, n. 143-20014/I; BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012; BRANCADORO, *Commento sub artt. 2411, 2412, 2417-2418*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Nicolini e A. Stagno d'Alcontres, 2, Napoli, 2004; BLANDINI, *Commento sub artt. 2412, 2413*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle società — Dell'azienda — Della concorrenza*, a cura di D. U. Santosuosso, Torino, 2015; BRESCIA MORRA, *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di risparmio*, in *I contratti bancari*, a cura di E. Capobianco, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Milano, 2016; BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *Riv. soc.*, 2016, 64 ss. [1]; BRIOLINI, *L'emissione e la sottoscrizione dei titoli di debito*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2016, 427 ss. [2]; CACCHI PESSANI, *Commento sub art. 7*, in *Commentario alla legge capitali. Legge 5 marzo 2024, n. 221*, a cura di P. Marchetti e M. Ventoruzzo, 2024; CARRARO, *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, 2004; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, V, Torino, 1988 [1]; CAMPOBASSO G.F., voce « *Obbligazioni di società* », in *Digesto civ. sez. comm.*, X, Torino, 1994. [2]; CANALINI, *I c.d. "mini bond" e le "nuove" obbligazioni subordinate e partecipative ai sensi del decreto sviluppo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, II, 387 ss.; CAPOLINO, *Commento sub art. 2412 in Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, 2, Padova, 2011; CAVALLO BORGIA, *Società per azioni, 4, Delle Obbligazioni*, in *Comm. Scialoja, Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 2005; CARRIÈRE, DE LUCA, DE MARI, GASPARRI, POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens, Quaderno Giuridico Consob*, 2023; CERRATO, *Il ruolo del giudice nella convocazione dell'assemblea degli obbligazionisti: assente ingiustificato?*, in *Giur. it.*, 2015, II, 386 ss.; CIAN M., *Strumenti finanziari*, in *Enc. dir., Diritto on line*, 2015, I ss.; CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012; CIMMINO, *L'emissione di obbligazioni convertibili in azioni*, in *Soc.*, 2014, 393 ss.; COLOMBO, *Bilancio d'esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da

G.E. Colombo e G.B. Portale, 7*, Torino, 1994; COTTINO, *Diritto societario*², a cura di O. Cagnasso, Padova, 2011; DE BIASI, *Raccolta di debito, doveri di informazione e responsabilità*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore (Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 13-14 novembre 2015)*, a cura di G. Carcano, C. Mosca e M. Ventoruzzo, Milano, 2015; DE FILIPPIS, *Commento sub art. 157*, in *Il codice della crisi. Commentario*, a cura di P. Valensise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Torino, 2024; DE LUCA, *Commento sub artt. 2021-2027*, in *Commentario al codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, a cura di R. Lener, Milano, 2015; D'ALESSANDRO F., *"L'inutil precauzione?" (ovvero: dell'insolvenza come externalità e della funzione profilattica del capitale)*, in *AA.VV., Impresa e lavoro. Studi dedicati a Mario Libertini, III*, Milano, 2015; D'ATTORRE, *Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d'impresa*, in *Dir. fall. soc. comm.*, 2017, 329 ss. [1]; D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, in *Not.*, 2016, 268 ss. [2]; D'ORSI, *Commento sub art. 120 ter*, in *Il codice della crisi. Commentario*, a cura di P. Valensise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Torino, 2024; DE LUCA-STAGNO D'ALCONTRES, voce « *Obbligazioni di società* », in *Enc. dir.*, Agg. VI, Milano, 2002; DI MARTINO, *Commento sub artt. 2416, 2417*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016; DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 16, ***, Torino, 2011; DI NOLA-RESTUCCIA, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi "a tutto rischio"*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 717 ss.; DOMENINICHI-PRATELLI, *Prestito obbligazionario e postergazione legale*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1314 ss.; EREDE, *L'opposizione dei creditori*, in *Trasformazione, fusione e scissione*, diretta da A. Serra, coordinata da I. Demuro, Bologna, 2014; FARACE, *Appunti sugli elementi costitutivi di un'operazione economica*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 597 ss.; FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*¹⁷, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Torino, 2024; FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 811 ss.; FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 694 ss. [1]; FERRO-LUZZI P., *Il limite alla emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, let. a, l. n. 262 del 2005)*, in *Riv. soc.*, 2007, 252 ss. [2]; FERRO-LUZZI P., *Vecchi e nuovi orientamenti in tema di limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 217 ss. [3]; FERRO-LUZZI P.-CHIAPPETTA, *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2005, 133 ss.; FRÈ, *Società per azioni. Artt. 2325-2461*², in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1956; GABRIELLI E., *Il contratto e l'operazione economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 93 ss.; GALGANO-GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*³, in *Tratt. di dir. comm. e dir. pubblico*, a cura di F. Galgano, 29, I, 2006; GALLETTI, *"Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I, 239 ss.; GIANNELLI A.-NOTARI, *Commento sub art. 2346 comma 6*, in *Commentario alla riforma delle società*,

diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Costituzione-Conferimenti-Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008; GIANNELLI A., *La disciplina in materia di obbligazioni emesse da società non quotate dopo il "Decreto per la crescita"*, in *Riv. soc.*, 2012, 831 ss. [1]; GIANNELLI A., *Obbligazioni convertibili, convertende e a conversione sintetica*, in *Riv. soc.*, 2016, 689 ss. [2]; GIANNELLI A., *Commento sub artt. 2410, 2412, 2414 bis*, in *Obbligazioni — Bilancio*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006 [3]; GIANNELLI G., *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, in *Aa.Vv.*, *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati, società*, a cura di G. Gitti, Marisaria Maugeri, M. Notari, Bologna, 2012 [1]; GIANNELLI G., *Disciplina del capitale, organizzazione del patrimonio, « corretto » finanziamento della società e tutela dei creditori*, in *Aa.Vv.*, *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guertera, A. Sciarrone Alibrandi, I, Torino, 2014 [2]; GINEVRA, *Le obbligazioni. Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Aa.Vv.*, *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, III, Torino, 2024; GUERRERA, *Il limite all'emissione di obbligazioni e la riduzione del capitale nelle s.p.a.*, in *Riv. dir. soc.*, 3/2011, 594 ss.; HOUBEN, *Assegni patrimoniali (non manifestamente in)adeguati, doveri degli amministratori e (nuovo) art. 3, comma 3°, lett. a, Codice della crisi d'impresa*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2023, I, 106 ss. [1]; HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015, I, 617 ss. [2]; INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2017 [1]; INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza*, in *Soc.*, 2022, 373 ss. [2]; IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1999; LAMANDINI-PALMIERI, *Un commento a due voci in tema di partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi (Tribunale di Napoli, sez. impr. 25 febbraio 2016)*, in *Soc.*, 2016, 976 ss.; LENER R., *Voice dei non soci, soci senza voice e concezione contrattuale della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, II, 480 ss.; LIBERTINI, *Il ruolo della causa negoziale nei contratti di impresa*, in *Aa.Vv.*, *Un maestro del diritto commerciale*, a cura di A.A. Dolmetta, G.B. Portale, Milano, 2010; LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, *Commento all'art. 2346*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, 1, Padova, 2010; LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Milano, 2009 [1]; LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999 [2]; LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Torino, 2010; LIPARI, *Le categorie del diritto civile*, Milano, 2013; MAROCCHI, *Ai confini del debito: le obbligazioni subordinate, indicizzate e irredimibili*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 1126 ss.; MARTORANO F., *Titoli di credito*³, Milano, 1997; MAUGERI MARCO, *Capitale di debito, Minibond e informazione "imperfetta" del mercato*, in *Riv. dir. com.*, 2014, I, 449 ss. [1]; MAUGERI MARCO, *Sottocapitalizzazione della s.r.l. e "ragionevolezza" del finanziamento soci*, in *Riv. soc.*, 2016, 169 ss. [2]; MAUGERI MARCO, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnalatica del capitale sociale nel diritto armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 1 ss. [3]; MIGNONE, *Strumenti finanziari partecipativi del genere 'mezzanino': se sei*

riserva, non puoi fare il capita...le, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2017, II, 491 ss.; MUCCIARONE, *L'opposizione alla fusione di società. Interesse sociale, ragioni dei creditori, sana e prudente gestione della banca*, Milano, 2014; NOTARI, *Il contratto e gli strumenti partecipativi*, in *Aa.Vv.*, *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati, società*, a cura di G. Gitti, Maugeri Marisaria, M. Notari, Bologna, 2012 [1]; NOTARI, *Strumenti finanziari partecipativi; punti fermi e problemi aperti negli ordinamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, 1134 ss. [2]; OLIVIERI, *Quel che resta del capitale nelle s.p.a. chiuse*, in *Riv. soc.*, 2016, 152 ss.; ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 709 ss. [1]; ONZA, *L'apporto d'opera e servizi nelle società di capitali. Strutture e funzioni*, Padova, 2008 [2]; ONZA, *"Partecipare": significati e ipotesi nel diritto delle società azionarie (Note preliminari sulla "partecipazione del non socio")*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, pp. 635 ss. [3]; ONZA, *La digitalizzazione degli strumenti finanziari: occasioni di riflessione sul d.l. n. 25/2023*, in *Riv. dir. banc. fin.*, 2024, I, 219 ss. [4]; ONZA (SALAMONE), *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Commentario al codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, a cura di R. Lener, Milano, 2015; PACIELLO, *Riflessioni a proposito della continuità aziendale*, in *Riv. comm.*, 2015, I, 283 ss.; PALERMO, *L'autonomia negoziale*³, Torino, 2015; PATRIARCA S., *Commento sub artt. 2410-2411-2412-2413-2414-2414 bis*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016; PERCOCO, *La conversione dei crediti bancari in strumenti finanziari partecipativi quale strategia durante la crisi temporanea dell'impresa societaria*, in *Dir. fall. soc. comm.*, 2017, 1423 ss.; PESCATORE S., *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 107 ss.; PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964; PICARDI, *Le obbligazioni: inquadramento sistematico. L'emissione delle obbligazioni. L'organizzazione degli obbligazionisti. Obbligazioni convertibili*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, II, Milano, 2022; PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007 [1]; PISANI, *Commento sub art. 2415*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016 [2]; PORTALE, *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio (Ricordo di Gian Franco Campobasso)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, 421 ss. [1]; PORTALE, *"Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili" (appunti)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996, I, 1 ss. [2]; PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall'« importanza quasi-sacramental » al ruolo di « ferro vecchio »)?*, in *Riv. soc.*, 2015, 815 ss. [3]; PORTALE, *Dal capitale sociale « congruo » al capitale sociale « zero » nelle società di capitali*, in *Il nuovo capitale sociale*, a cura di I. Cappelli e S. Patriarca, Milano, 2016; [4]; PREITE F., *Crowdfunding, obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari partecipativi*, in *Nuovo dir. soc.*, 2022, 519 ss.; PRENESTINI, *Principio di maggioranza e autonomia negoziale nell'assemblea degli obbligazionisti*, Milano, 2021; PUPO, *Considerazioni in tema di prestito obbligazionario convertibile*

e titoli di debito, in *Giur. it.*, 2015, II, 395 ss.; RACUGNO-TRONCI, *Le "riserve" da strumenti finanziari derivati alla luce del recepimento della direttiva n. 2013/34/UE*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 459 ss.; RESCIO, *Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2018, 1232 ss.; RINALDI, *Strumenti finanziari partecipativi come modalità satisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità*, in *Fall. proc. concor.*, 2021, 88 ss.; RIVA, *Applicabilità dell'art. 2467 c.c. al prestito obbligazionario emesso da una società per azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2020, II, 202 ss.; ROSSI M., *Il prestito obbligazionario fra identità e "meticcio"*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 482 ss.; RUBINO DE RITIS, *Commento sub art. 2420*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016; SACCO-DE NOVA, *Il contratto*⁶, Milano, 2016; SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, 1981; SALAFIA, *Obbligazioni convertibili e diritto di opzione su future emissioni azionarie*, in *Soc.*, 2014, 781 ss.; SALAMONE, *"Sottoscrizione meccanica" e "firma" dei titoli cambiari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996, II, 83 ss.; SANFILIPPO, *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, a cura di V. Di Cataldo, V. Meli, R. Pennisi, I, Milano, 2015, 607 ss.; SANTORO, *Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata in caso di circolazione dei titoli di debito*, in *Riv. dir. banc. fin.*, 2004, I, 507 ss.; SCOGNAMIGLIO C., *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, II, *Il regolamento*, a cura di G. Vettori, Milano, 2006, 83 ss.; SCOGNAMIGLIO G., *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, 7 **, 2, Torino, 2004; SPADA, *Diritto commerciale. II. Elementi*², Padova, 2009 [1]; SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito: documenti circolanti, circolazione intermedia e password*³, Torino, 2012. [2]; SPADA, *La provvista finanziaria tra destinazione e attribuzione*, in *Aa.Vv.*, *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011 [3]; SPADA, *Il valore del conferimento tra dimensionamento della partecipazione sociale e computo nel capitale nominale di costituzione*, relazione inedita [4]; SPADA, *Un numero che detta regole — ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, I, 437 ss. [5]; SPERANZIN, *Commento sub art. 2420 bis*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016; SPOLAORE, *Finanziamento "privato" e strumenti finanziari "partecipativi"*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2018, I, 272 ss.; SPOLIDORO, *Le riserve targate*, in *Aa.Vv.*, *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, 2, Torino, 2014; STANGHELLINI, *Strumenti finanziari partecipativi*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, II, Milano, 2022; STELLA RICHTER JR., *Strumenti finanziari e società per azioni*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2015 [1]; STELLA RICHTER JR., *Cedole di azioni di società e circolazione del diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 1990, II, 436 ss. [2]; STELLA RICHTER JR., *Aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione al servizio di prestito obbligazio-*

nario convertendo, emissione di sole azioni ordinarie e posizione degli azionisti di risparmio: un parere, in *Not.*, 2015, 235 ss. [3]; TASSINARI, *Gli apporti dei soci e la disciplina del capitale sociale tra attualità e prospettive*, in *Riv. not.*, 2013, 205 ss.; TRONCI, *Le riserve "targate" tra diritto e ragioneria*, in *Riv. soc.*, 2012, 1124 ss.; TUCCI A., *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale (nota a Cass. 30 settembre 2015, n. 19559)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, II, 137 ss.; VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012 [1]; VALZER, *Commento sub art. 2346, co. 6*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016 [2]; VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, in *Riv. soc.*, 2014, 47 ss. [3]; VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*³, II, Milano, 1907; WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 339 ss.; ZANARONE, *Gli strumenti di finanziamento delle imprese nelle recenti misure per lo sviluppo economico, con particolare riferimento alla s.r.l.*, in *Aa.Vv.*, *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014.

Giurisprudenza.

Sugli strumenti finanziari partecipativi, v. il compendio di giurisprudenza raccolto da INNOCENTI [2]. In Trib. Milano, 5 ottobre 2015, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*, si legge un caso di "strumenti finanziari partecipativi", dotati del diritto "di conversione", sottoscritti da parte del « ceto finanziario » a fronte di « un apporto "a fondo perduto senza diritto di rimborso" [...] attuato mediante compensazione » di crediti « vantati in forza [di] contratti di finanziamento », in esecuzione di un piano di risanamento ex art. 67 l.f. Legittima, secondo Trib. Napoli, 25 febbraio 2016, in *ilcaso.it*, è l'emissione di "strumenti finanziari partecipativi" convertibili in azioni i cui apporti siano stati contabilmente rappresentati in una « Riserva apporti strumenti finanziari » nello stato patrimoniale dell'emittente; riserva su cui conteggiare — secondo il grado di disponibilità (riserve disponibili, riserve statutarie, riserve legali, capitale sociale) — le perdite onde determinare l'importo di conversione. Sulla possibilità di emissione non "seriale" degli strumenti finanziari partecipativi v. Trib. Genova, 22 giugno 2023, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

Pendente il prestito obbligazionario, è preclusa la trasformazione (o la fusione e scissione implicanti una trasformazione) in s.r.l. secondo Trib. Firenze, 16 settembre 1999, in banca dati *De jure*, e Cass. 1574/1995, in *Riv. not.*, 1996, 952 ss.; per la rimozione della preclusione attraverso l'adempimento anticipato delle pretese si leggano T. Prato, 13 gennaio 1987 e Cass. 1738/1995, in *Giust. civ.*, 1995, I, 1484 ss. Dal

punto di vista del singolo obbligazionista, App. Napoli, 8 giugno 2004, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, II, 537 ss., ritiene necessario il richiamo della clausola di adempimento anticipato nel contratto d'acquisto, clausola rilevante ai sensi dell'art. 1341, 2° comma, c.c. In Trib. Napoli, 27 maggio 1966, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1968, II, 471 ss., un caso di ripetizione del pagamento in caso sorteggio che abbia erroneamente identificato la pretesa. Il limite legale è stato ritenuto di ostacolo alle pretese cc.dd. indicizzate, in ragione del riferimento (ora abrogato) al (doppio del) capitale sociale « esistente », per esempio, da Trib. Milano, 17 luglio 1982, in *Giur. comm.*, 1983, II, 750 ss., App. Milano, 11 novembre 1982, in *Giur. comm.*, 1983, II, 750 ss., e Trib. Torino, 1° aprile 1985, *Vita not.*, 1985, 362 ss.

Cass. 23015/2010, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, II, 536, distingue l'associazione in partecipazione, in cui l'associato rischia di "perdere" l'apporto, dal "prestito obbligazionario", modellato sul mutuo. In Trib. Milano, 31 gennaio 2014, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*, l'interpretazione congrua di una clausola del regolamento di emissione ambigua è tratta dal complessivo assetto negoziale, valutando l'intera portata economica dell'operazione; nella medesima pronuncia il tasso di interesse sfugge alle prescrizioni contenute nel d.lgs. n. 231/2002, sui ritardi nelle transazioni commerciali in ragione della qualità soggettiva del sottoscrittore (persona fisica non imprenditore).

Sulla legittimazione di ogni forma di garanzia, nel diritto pre-vigente, può ricordarsi un caso di emissione garantita da *trust* deciso da Trib. Milano, 27 dicembre 1996, in *Soc.*, 1997, 585 s.

Propendono per la funzione di equilibrio del limite legale Trib. Genova, 13 giugno 1987, in *Soc.*, 1987, 965 ss., e Trib. Ancona, 27 dicembre 2002, in banca dati *De jure*; per un cenno alla tutela dei soci, Trib. Ancona, 18 gennaio 2002, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, II, 91 ss.; mentre qualche dubbio, nel diritto precedente al d.lgs. n. 6/2003, è espresso da Trib. Trieste, 24 febbraio 1994, in *Soc.*, 1994, 533 ss. Reputa reciprocamente estranei gli artt. 2467 c.c. e 2412 c.c. Trib. S. Maria Capua Vetere, 24 luglio 2013, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, II, 336 ss. Secondo Trib. Venezia, 10 febbraio 2011, in banca dati *Pluris*, tuttavia, il carattere di principio generale dell'art. 2467 c.c. si ricaverebbe (anche) dalla legittimità delle clausole cc.dd. di subordinazione, previste dall'art. 2411 c.c., che possono introdurre una postergazione pattizia; e la possibilità di postergazione pattizia impedisce, in radice, l'applicazione dell'art. 2467 c.c. per Trib. Milano, 25 luglio 2014, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*, giacché la società valuta al momento dell'emissione se e "quanto" postergare gli obbligazionisti; ugualmente per le obbligazioni convertibili in cui "la conversione del credito in rischio è pattiziamente regolata". Sul problema della raccolta realizzata con "veicoli" esteri onde contrastare l'aggravamento dei limiti imposti dell'ordinamento nazionale, si vedano App. Torino, 10 aprile 2012, in banca dati *Pluris*, e Trib. Alba, 3 ottobre 2007, in banca dati *Pluris*.

Obbliga all'adozione di un bilancio straordinario per la determinazione del limite legale App. Napoli, 2 febbraio 1996, in *Soc.*, 1996, 529 ss. Sulla disattivazione del limite legale per costituzione della garanzia ipotecaria, Trib. Roma, 15 gennaio 1996, in *Giur. it.*, 1998, 95 ss.; mentre, per le specifiche modalità costitutive da formalizzarsi prima della emissione dei titoli, si rinvia a Trib. Roma, 13 dicembre 1988, in *Riv. not.*, 1990, 520 ss.; nel sistema pre-vigente, poi, riferiscono il valore della garanzia ipotecaria alle "obbligazioni emesse" App. Milano, 27 giugno 1997, in *Giur. it.*, 1998, 95 ss. e Trib. Milano, 5 maggio 1997, in *Soc.*, 1998, 51 s. Sulla disattivazione legale singolare, per le diverse posizioni sull'autorità competente, si vedano le opposte soluzioni di Trib. Ancona, 15 giugno 1998, in *Soc.*, 1998, 1336 ss. e Trib. Ancona, 18 gennaio 2002, cit.

Secondo App. Milano, 17 novembre 1998, in *Soc.*, 1999, 194 ss., il difetto di preposizione del rappresentante comune potrebbe generare l'annullamento della deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti, in funzione della possibile, accidentale carenza di informazione dei partecipanti o, più in generale, del mancato apporto derivante dal mancato esercizio delle attribuzioni proprie dell'ufficio e connesse all'« interesse comune », compresa l'impugnazione delle deliberazioni dell'assemblea; non così per Trib. Monza, 13 giugno 1997, in *Soc.*, 1998, 175 ss., e Trib. Mantova, 15 novembre 2010, in *Giur. merito*, 2011, 1855 ss., ove la condivisibile osservazione della necessità di una valutazione, caso per caso, della adeguata informativa all'assemblea. Sul tema si veda anche Trib. Monza, 12 gennaio 1995, in *Foro pad.*, 1995, I, 67. App. Milano, 17 novembre 1998, cit., considera ininfluenza la convocazione e la partecipazione del rappresentante comune nel procedimento assembleare dei soci: d'onde l'inessenzialità ai fini dell'assemblea totalitaria, tecnica — in certo senso — speciale rispetto alle regole procedurali della decisione, specialità che rende i relativi presupposti insuscettibili di interpretazioni estensive o analogiche. Al difetto di preposizione è equiparata l'irritualità della preposizione, per difetto di forme e condizioni, capace di comportare l'annullamento della deliberazione dell'assemblea dei soci sulla "modificazione delle condizioni del prestito": Trib. Udine, 31 ottobre 1992, in *Foro it.*, 1994, I, 621 s., il quale pure sottolinea allo scopo la rilevanza della formalità pubblicitaria della preposizione. Per la necessità di un ufficio permanente che manifesti verso i terzi la volontà comune degli obbligazionisti si veda Trib. Monza, 13 giugno 1997, cit. Singolare la decisione di Trib. Milano, 19 settembre 2014, in *Giur. it.*, 2015, 386, che applica la nomina giudiziaria del rappresentante comune su impulso dell'obbligazionista ritenendo non sussistente il diritto di chiedere la convocazione giudiziale dell'assemblea e, dunque, disapplicando l'art. 2367, 2° comma, c.c. Per l'irrelevanza ai fini della scelta del luogo di riunione degli obbligazionisti del luogo previsto per la riunione delle assemblee dei soci si legga Trib. Alessandria, 2 aprile 1992, in *Giur. it.*, 1992, I, 2, 441 ss. Che l'« interesse comune » possa perimetrare, in

concreto, lo scopo della deliberazione è affermato da App. Milano, 17 novembre 1998; per Trib. Genova n. 2553/2021, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2022, II, 665 ss. gli obblighi ed i poteri del rappresentante comune sono misurati dall'« interesse comune », differente dalla pluralità degli interessi individuali. Nelle sedi contenziose: (i) è stata ritenuta illegittima la rinuncia — se non supportata dall'« interesse comune » — alla pretesa di remunerazione, quale mutamento sostanziale del rapporto, divenuto a titolo gratuito, proiettando la competenza sulle modificazioni alle (sole) situazioni future; in generale, la riduzione del tasso di interesse è stimata nella disponibilità della maggioranza purché sia riconoscibile un « interesse comune » (Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. comm.*, 1991, II, 507 ss., Trib. Monza, 10 aprile 1997, in *Riv. dir. comm.*, 1997, II, 341 ss., Cass. 1812/1985, in *Giust. civ.*, Mass. 1985, 3); (ii) benché le alterazioni dei caratteri strutturali del rapporto obbligazionario debbano considerarsi limite inespresso, è stato considerato ad esse estraneo lo spostamento in avanti del termine di adempimento della pretesa di restituzione (Trib. Monza, 13 giugno 1997, cit., App. Milano, 17 novembre 1998, cit.); e (iii) modificazione del prestito è stata ritenuta la proroga del termine per il pagamento delle « cedole scadute » (Trib. Milano, 16 luglio 2013, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*). Indisponibile alla maggioranza, invece, resta la rinuncia integrale alla pretesa di restituzione nonché la trasformazione dell'indebitamento in indebitamento convertibile, in quanto, tra l'altro, trasformazione del rapporto sottostante in rapporto associativo, essendo necessaria un'emissione *ex novo* di unità convertibili (Trib. Saluzzo, 10 aprile 2001, in *Giur. comm.*, 2001, II, 623 ss., Trib. Saluzzo, 24 febbraio 2001, in *Giur. comm.*, 2001, II, 623 ss.). Trib. Monza, 13 giugno 1997, cit., enfatizza la disapplicazione della disciplina del diritto contrattuale comune sulla formazione del consenso, trattandosi di incontro tra esiti di regole organizzative, della società e del « gruppo » degli obbligazionisti. Si veda Cass. 7693/2006, in *Giur. comm.*, 2007, II, 555 ss., per un arresto sull'inesistenza della deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti, in quanto modificazione del regolamento deliberata da un'assemblea espressione di un'operazione di emissione diversa da quella destinataria degli effetti della decisione impugnata. Secondo Trib. Milano, 6 marzo 2013, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*, è preclusa la richiesta cautelare di annullamento della deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti. Sul conflitto di interessi, si vedano App. Milano, 17 novembre 1998, cit., e Trib. Milano, 12 febbraio 2014, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*, il quale precisa la necessità della « dimostrazione della posizione di conflitto di interessi », il « carattere determinante del voto » e la « prova del danno », quale « esercizio abusivo, in malafede, contrario al divieto del *neminem laedere*, o, in altri termini, esclusivamente diretto a procurare danno » agli altri obbligazionisti. Sull'impossibilità per il rappresentante comune di impugnare per annullamento la deliberazione dell'assemblea dei soci, Trib. Milano, 8 settembre 2023, in *giurisprudenzadelleimprese.it* Per Cass. 32248/2021, in banca dati *De Jure*, il

rappresentante comune è il solo « legittimato a ricevere la notificazione » prevista nel concordato preventivo dall'art. 180, 1° comma, l.f. La legittimazione passiva — in assenza del rappresentante comune o qualora sia (già) legittimato attivo (un caso in App. Milano, 18 ottobre 1968, in *Riv. dir. comm.*, 1969, II, 49 ss., sull'impugnazione di una sentenza di annullamento della deliberazione) — spetta ad un curatore eventualmente di nomina giudiziaria nonché, è stato ipotizzato, a tutti gli obbligazionisti diversi dall'attore e destinatari dell'atto di citazione (pure impersonalmente), salvo integrazione successiva del contraddittorio; giammai, comunque, all'emittente: Trib. Monza, 12 gennaio 1995, cit., e App. Milano, 17 novembre 1998, cit. Si veda Cass. 7693/2006, cit., per l'obbligo di costituzione di una pluralità di uffici qualora si ravvisino una pluralità di emissioni ciascuna dotata di un diverso regolamento, sì da rendere diverso il corrispondente « interesse comune », richiedendo, dunque, ciascuna operazione una diversa (e distinta) organizzazione del « gruppo ». Ai fini dell'allocatione del compenso, si legga la posizione di Trib. Milano, 29 febbraio 1968, in *Giust. civ.*, 1968, I, 739 ss., e di Trib. Parma, 12 gennaio 2005, in *Soc.*, 2005, 1423 ss., per l'irrilevanza ai fini del diritto al compenso dell'eventuale nomina giudiziaria. Sull'impossibilità di attribuire, nelle procedure concorsuali, la tutela individuale alla competenza assembleare, risolvendosi nel potere di tutelare in giudizio diritti soggettivi già maturati si vedano Trib. Milano, 2 marzo 1970, in *Foro it.*, 1970, I, 1810 ss., e Cass. 14582/2010, in banca dati *De Jure*. Cass. 25800/2015, in *Giust. civ. Mass.*, 2015, riconosce al trustee la legittimazione ad insinuare nel fallimento (del garante) dell'emittente il credito vantato dagli obbligazionisti i cui diritti erano stati costituiti in *trust*.

Secondo App. Brescia, 4 maggio 1984, in *Vita not.*, 1984, 471 ss., è preclusa la previsione della facoltà del debitore di rimborsare le obbligazioni in qualsiasi momento in pendenza del termine di conversione, facoltà che se ammessa pregiudicherebbe il diritto « di conversione »: almeno, potrebbe aggiungersi, nelle ipotesi diverse dalle unità cc.dd. *reverse convertible*. La conversione c.d. anticipata senza il preventivo consenso degli obbligazionisti è considerata « grave irregolarità » da Trib. Montepulciano, 29 luglio 1991, in *Foro it.*, 1992, I, 545 ss. Sulla legittimità della conversione in azioni altrui può leggersi Trib. Napoli, 5 ottobre 1989, in *Vita not.*, 1989, 177 ss. Disapplica, prima della conversione, le regole sull'acquisto di azioni proprie App. Genova, 11 luglio 1994, in *Soc.*, 1995, 796 ss.

Un cenno ad una prospettiva di posizioni contrattuali suscettibile di cessione si trova in Cass. 11125/2010, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1299 ss. Sul diritto « di conversione » quale diritto di opzione Cass. 6204/2006, in *Giust. civ.*, Mass. 2006, 3. Ammette la revocabilità dell'aumento c.d. a servizio del capitale sociale App. Firenze, 13 agosto 1993, in *Soc.*, 1994, 615 ss. L'integrale liberazione e la contestualità dell'aumento c.d. a servizio del capitale sociale sono condizioni di validità della deliberazione per Trib. Napoli, 14 ottobre 1993, in *Soc.*, 1994, 252 ss. In App.

Firenze, 6 luglio 1979, in *Vita not.*, 1979, 1000 ss., si legge un caso di legittimità dell'emissione di unità convertibili nonostante la mancata, si noti, sottoscrizione dell'aumento c.d. a servizio del capitale sociale di un'altra, precedente, emissione; mentre un'ipotesi di sopravvenuta impossibilità, ritenuta non imputabile alla società, di conversione si trova in Cass. 1125/2010. Per l'imputazione a riserva dell'eccedenza tra capitale sociale c.d. a servizio e *quantum* di conversione effettivamente esercitata, si veda il principio contabile nazionale n. 19, emanato dall'Organismo Italiano di Contabilità. Dal punto di vista dell'effettività dell'attuazione del diritto "di conversione", in ipotesi di strumenti finanziari convertibili in azioni « l'esercizio del diritto di conversione determina il sorgere di un obbligo in capo alla società per l'emissione delle azioni di compendio (e quindi per la loro consegna) in esecuzione della delibera che l'ha decisa contestualmente all'aumento di capitale » sociale c.d. a servizio; obbligo di *facere* consistente nella emissione delle azioni cc.dd. di compendio, nella « consegna delle stesse agli strumentisti che le pretendono » e « nell'iscrizione a libro soci » (Trib. Milano, 5 ottobre 2015, cit.).

App. Milano, 23 luglio 1988, in *Giur. comm.*, 1990, II, 276 ss., applica il *quorum* rafforzato in caso di emissione di azioni c.d. di compendio diverse da quelle ordinarie.

In App. Firenze, 13 agosto 1993, cit., si ammette la revoca della convertibilità con voto unanime degli obbligazionisti e soci in caso di perdita integrale del capitale sociale; mentre in Trib. Saluzzo, 10 aprile 2001, cit., l'operazione inversa, di trasformazione dell'indebitamento in indebitamento convertibile, è ritenuta illegittima perché lesiva del diritto di opzione dei soci. Trib. Bologna, 8 marzo 2021, in *Foro it.*, 2021, I, 1434 cc.: (i) ammette la possibilità di sospensione dell'esecuzione della decisione di emissione di obbligazioni convertibili in azioni fino alla scadenza dei termini per la conversione; (ii) consente al socio che abbia espresso voto contrario, ma sottoscritto le obbligazioni emesse, di agire in giudizio per chiedere quella sospensione; e (iii) esclude quella sospensione in caso di pregiudizio solo indiretto (*i.e.* "estensione della partecipazione sociale di altri soci" e "inadeguato valore di conversione") a fronte del rischio, per la società, di "dovere riorganizzare il proprio assetto produttivo e commerciale e le sue relazioni con i fornitori" che la sospensione dell'operazione potrebbe provocare.

Massime notarili.

Massime della Commissione Società del Comitato Triveneto

- H.K.1
- H.K.2
- H.K.3

- H.K.4
- H.K.5
- H.K.7
- H.K.8
- H.K.9
- H.K.10
- H.K.11
- H.K.12
- H.K.14
- H.K.15

Massime del Consiglio Notarile di Milano

- n. 61
- n. 78
- n. 139
- n. 163
- n. 164
- n. 168

Massime dell'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato

- n. 19/2011
- n. 69/2018
- n. 84/2022