

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO

Studio n. 5571/I

Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni

Approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 25 febbraio 2005

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Inquadramento sistematico della figura degli strumenti finanziari "partecipativi": prime riflessioni. - 3. Strumenti finanziari "partecipativi" e diritti amministrativi: considerazioni generali. I diritti amministrativi c.d. minori. - 4. Segue: Strumenti finanziari "partecipativi" e diritto di voto su argomenti specificamente indicati. - 5. Segue: la facoltà di nominare un "componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. - 6. Alcune conclusioni.

1. Premessa.

Gli strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) sono stati introdotti dal legislatore della riforma in attuazione dell'art. 4, comma 6°, lettera c), della legge delega (l. 3 ottobre 2001, n. 366) e rappresentano una significativa novità in termini operativi e sistematici.

Alle figure dell' "azione" e dell' "obbligazione", nei loro molteplici contenuti, si aggiunge ora la categoria intermedia - e dai contorni ancora sfuggenti sia per quanto attiene al profilo della *delimitazione della "fattispecie"* che a quello della *ricostruzione della "disciplina"* - degli "strumenti finanziari partecipativi" ⁽¹⁾.

E' da osservare, peraltro, che la "elasticità" dello strumento può introdurre - se adeguatamente compresa e valorizzata - un elemento di "concorrenzialità" nell'ambito della nuova struttura finanziaria della società per azioni. Al riguardo,

può essere di qualche interesse osservare che gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c. si avvicinano a figure note in altre esperienze giuridiche europee, quali, ad esempio, i *Genußrechte* tedeschi ⁽²⁾ e la *parts bénéficiaires* previste nell'ordinamento belga ⁽³⁾. Più in generale e come avremo occasione di rilevare anche nel prosieguo, gli strumenti in esame sono idonei a dare forma giuridica al c.d. "mezzanino" (*mezzanine, Mezzanine-Kapital*) ⁽⁴⁾, ossia ad uno strumento assai diffuso nella prassi finanziaria internazionale e che - per le sue caratteristiche sostanziali intermedie tra *debt* ed *equity* - è con sempre maggior frequenza utilizzato nelle operazioni di *private equity* ⁽⁵⁾ anche in Italia ⁽⁶⁾.

Ciò premesso, tra i numerosi problemi ricollegati agli strumenti finanziari "partecipativi" in questa sede ci soffermeremo sulle complesse e delicate questioni relative all'identificazione dei "diritti amministrativi" che ai sensi degli artt. 2346, ultimo comma, c.c. (e 2351, ultimo comma, c.c.) possono essere statutariamente attribuiti ai titolari di tali strumenti.

Come noto, il legislatore si è limitato ad affermare che la società può emettere strumenti finanziari forniti "di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti" (art. 2346, ultimo comma, c.c.), precisando, peraltro, che gli strumenti finanziari di cui all'articolo 2346, ultimo comma, "possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco" (art. 2351, ultimo comma, c.c.). Alla luce del dato di diritto positivo, molti sono i dubbi che si presentano all'interprete ed all'operatore pratico, dovendosi in particolare stabilire: *a)* quali diritti amministrativi possono essere collegati agli strumenti in esame, oltre quelli espressamente previsti dall'art. 2351, ultimo comma, c.c.; *b)* come può essere *statutariamente* costruito il "diritto di voto" dei titolari di strumenti finanziari.

Delineata l'area problematica, resta da sottolinearne la rilevanza innanzitutto sotto il profilo teorico e ciò in quanto le proposizioni normative appena ricordate sembrano imporre un radicale ripensamento - e ridimensionamento - del "dogma", secondo il quale "diritti amministrativi" possono essere attribuiti solo ad investitori che assumono la qualifica di "soci", con la conseguenza che non dovrebbe essere difficile riconoscere la possibilità che lo statuto attribuisca diritti amministrativi - ed in specie "poteri di influenza deboli" sulla gestione sociale - quanto meno ad "obbligazionisti" ad alto rischio, quali, ad esempio, i titolari di obbligazioni subordinate ⁽⁷⁾.

Sotto un profilo più strettamente applicativo, un esame come quello prospet-

tato si presta ad approfondire ed a valutare i possibili rapporti tra la figura degli strumenti finanziari "partecipativi" ed il fenomeno del c.d. *private equity* (e *venture capital*), ossia di un fenomeno che, se adeguatamente valorizzato, potrebbe contribuire al superamento dei vincoli finanziari alla crescita della *piccola e media impresa italiana* ⁽⁸⁾. Più in particolare, è nostra intenzione affrontare il problema dei "diritti amministrativi" non solo in astratto (quali "diritti" è possibile attribuire), ma anche e soprattutto in una prospettiva concreta, chiedendosi se possono essere *statutariamente* attribuiti quei "poteri di influenza" sulla società in genere richiesti da un investitore di *private equity* (o da un *venture capitalist*): e si pensi, ad esempio, al diritto di nomina e revoca di una componente minoritaria del consiglio di amministrazione (c.d. *board representation*) ovvero alla previsione dell'obbligo del preventivo assenso dell'investitore di *private equity* (o del *venture capitalist*) su alcune operazioni societarie di particolare rilevanza (c.d. *restrictive covenants*) ⁽⁹⁾.

Venendo ad individuare più specificamente il piano di indagine, nell'ambito di questo studio l'attenzione si concentrerà esclusivamente sugli strumenti previsti e disciplinati dall'art. 2346 ultimo comma, c.c. (e 2351, ultimo comma, c.c.) ⁽¹⁰⁾. Più in particolare, dopo alcune preliminari considerazioni di carattere sistematico in merito a questa nuova figura di strumento finanziario (parag. 2), l'attenzione si concentrerà sulla problematica dei "diritti amministrativi", tentando di impostare in modo corretto il problema nelle sue linee generali (parag. 3) e soffermandosi poi sul "diritto di voto su argomenti specificamente indicati" (parag. 4), nonché sulla facoltà di nomina di un componente "indipendente" dell'organo di amministrazione o di controllo (parag. 5).

2. Inquadramento sistematico della figura degli strumenti finanziari "partecipativi": prime riflessioni.

Come è stato già puntualmente osservato, gli strumenti "partecipativi" devono essere pensati - più che come "titoli" da emettersi (in quanto l'emissione di titoli può anche mancare) - come "unità di rapporti di investimento o finanziamento potenzialmente collettivi e proprio per questo scomponibili in unità elementari" ⁽¹¹⁾. In questo senso, è altresì opportuno ricordare che la nozione di "strumento finanziario" introdotta nel codice civile dalla disposizione contenuta nell' art. 2346, ultimo comma, c.c. non coincide integralmente con quella contenuta nel t.u.f. e ciò in quanto la nuova figura codicistica è stata pensata non tanto (o comunque non solo) per il mercato finanziario ⁽¹²⁾, ma in primo luogo come *possibile canale di finanziamento*

per la piccola e media impresa. In sostanza, se gli "strumenti finanziari" di cui all'art. 1, comma 2°, del t.u.f. sono necessariamente destinati alla circolazione ⁽¹³⁾, con riferimento agli "strumenti finanziari partecipativi" previsti nel codice civile la "negoziabilità sul mercato" rappresenta un elemento meramente accidentale (cfr. art. 2346, ultimo comma, c.c.) ⁽¹⁴⁾, ben potendo tra l'altro rappresentare titoli "non standardizzati" ⁽¹⁵⁾ e non riconducibili in alcun modo ad operazioni di massa, ma destinati ad attuare "operazioni negoziate con specifici investitori" ⁽¹⁶⁾. Quanto appena affermato trova del resto puntuale conferma nella lettera *b-bis*), dell'art. 1, comma 2°, del t.u.f., introdotta con il d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 (c.d. decreto di coordinamento tra riforma del diritto societario, t.u.f. e t.u.b.), ove si comprende nella definizione di "strumenti finanziari" ai fini della disciplina del mercato finanziario anche gli strumenti finanziari previsti nel codice civile (solo se) "negoziabili sul mercato dei capitali" ⁽¹⁷⁾.

Passando ad esaminare sinteticamente alcune tra le principali caratteristiche giuridiche degli strumenti partecipativi, è in primo luogo da sottolineare che essi possono essere emessi a seguito di qualsiasi tipologia di apporto, intendendo per apporto "in modo generico ed atecnico, la prestazione sinallagmatica dovuta alla società in cambio dell'emissione dello strumento finanziario" ⁽¹⁸⁾: più in particolare, potranno formare oggetto di apporto denaro, beni in natura, opere o servizi ⁽¹⁹⁾. E' quanto mai opportuno specificare, peraltro, che - analogamente a quanto avviene in Germania ed in Belgio rispettivamente per i *Genußrechte* e le *parts bénéficiaires* - si tratta sempre di *apporti non imputati a capitale*: e ciò anche nel caso in cui oggetto dell'apporto siano "beni in natura" o "denaro", ossia beni astrattamente imputabili a capitale ⁽²⁰⁾. Se questo è vero, ne consegue l'impossibilità di "addossare a questi strumenti finanziari un rischio maggiore che agli azionisti" ⁽²¹⁾ (di qualunque categoria).

Per quanto attiene poi ai "diritti patrimoniali", non vi è dubbio che essi debbano sempre sussistere e ciò in quanto "i diritti patrimoniali riflettono la natura e la causa dell'operazione economica sottostante all'emissione degli strumenti finanziari e quindi, quale essa sia, non può darsi il caso di strumenti finanziari che ne siano del tutto privi" ⁽²²⁾. Ciò chiarito in via generale, sembra tuttavia potersi affermare che gli strumenti di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c. devono essere caratterizzati da un rapporto sottostante, in forza del quale l'investitore acquisisce "non un diritto di natura obbligatoria alla restituzione della somma versata o al rimborso del valore della prestazione effettuata, ma taluni diritti propri della partecipazione sociale - senza con questo pervenire ad una completa coincidenza con quest' ultima, onde il loro carattere "ibrido" - quali il diritto agli utili ed eventualmente anche quel-

lo alla ripartizione del patrimonio attivo in sede di liquidazione della società, e ferma rimanendo l'ammissibilità di differenziazioni e di graduazioni quanto all'incidenza delle perdite" ⁽²³⁾. In sostanza sul piano dei diritti patrimoniali lo strumento in esame è idoneo a dare forma giuridica al c.d. mezzanino ⁽²⁴⁾, assumendo caratteristiche molto vicine, ad esempio, alla figura nota nell'esperienza giuridica tedesca del *Genußrecht mit Eigenkapitalcharakter*, ossia del *Genußrecht* con caratteristiche sostanziali simili all'apporto di "capitale proprio" ⁽²⁵⁾.

Se quanto affermato può essere condiviso, emerge la specificità degli strumenti finanziari partecipativi rispetto alla figura non solo dell'azione ⁽²⁶⁾, ma anche e soprattutto dell'obbligazione, la quale si caratterizza per la necessaria presenza di un diritto (ancorché, in ipotesi, subordinato) al rimborso dell'investimento ⁽²⁷⁾.

Le considerazioni svolte possono avere inoltre importanti implicazioni anche in merito ai criteri di ricostruzione della disciplina applicabile agli strumenti finanziari partecipativi ⁽²⁸⁾. Al riguardo si può osservare che: *a)* negli strumenti in esame, per quanto sopra affermato, ben potrà verificarsi - ed anzi costituirà l'ipotesi normale - che "i tempi e l'entità del rimborso del capitale" siano condizionati "all'andamento economico della società"; *b)* in tali casi, in forza del disposto contenuto nell'art. 2411, terzo comma, c.c. alla provvista finanziaria che si avvale di strumenti finanziari partecipativi si applica - unitamente alla disciplina di cui agli artt. 2346, ultimo comma, c.c., 2351, ultimo comma, c.c. e 2376 c.c. - il regime delle obbligazioni, in quanto compatibile ⁽²⁹⁾.

Volendo svolgere, infine, alcune preliminari considerazioni in merito alle *funzioni* che in una prospettiva generale questa nuova figura può assolvere, non vi è dubbio che la previsione degli strumenti di cui all'art. 2346, ultimo comma, è stata pensata, in primo luogo, per risolvere il problema dei c.d. conferimenti atipici ⁽³⁰⁾. Più in particolare, considerato che gli strumenti in esame possono essere emessi dalla società "a seguito dell'apporto anche di opera o servizi" e, dunque, anche di apporti non imputabili a capitale sociale, la disposizione in esame introduce una via alternativa (anche se non equivalente) a quella indicata dall'art. 2346, quarto comma, per conseguire il medesimo fine "di consentire l'acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'impresa sociale" (art. 4, quinto comma, lettera a, legge delega) ⁽³¹⁾.

Ai fini che in questa sede più interessano è opportuno rilevare, peraltro, che l'attuale formulazione dell' art. 2346, ultimo comma, c.c. consente l'emissione di strumenti finanziari "partecipativi" anche a seguito dell'*apporto di denaro*: più specificamente, se l'art. 2346, ultimo comma, recita che l'apporto può consistere "an-

che" in opera o servizi, ciò significa che esso di regola è in denaro o in natura ⁽³²⁾. Come evidente, qualora emessi a seguito di apporto di denaro, gli strumenti finanziari avranno esclusivamente la funzione di allargare i canali di finanziamento dell'impresa azionaria. In sostanza, la società potrebbe ottenere "denaro" emettendo (né azioni, né obbligazioni, ma) "strumenti partecipativi", ossia strumenti che, pur non rappresentando una frazione del capitale sociale e non toccando dunque gli equilibri di "governo" interni alla società, possono essere dotati di alcuni diritti patrimoniali ed amministrativi simili (se non identici) a quelli ricollegati alla partecipazione azionaria. Ed è questa la funzione che evidentemente può interessare nelle operazioni di *private equity*.

3. Strumenti finanziari "partecipativi" e diritti amministrativi: considerazioni generali. I diritti amministrativi c.d. minori.

Come già si legge nei primi commenti, "ferma rimanendo l'esigenza di evitare una completa parificazione degli strumenti partecipativi alla partecipazione sociale, che può essere rappresentata solo da azioni, i diritti amministrativi prescelti dall'autonomia statutaria potranno coincidere in tutto e per tutto, sia per contenuto che per numero, a quelli propri dell'azionista, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale" ⁽³³⁾.

Si tratta, come evidente, di una profonda differenza (a vantaggio dello strumento di diritto italiano) rispetto ai *Genußrechte* tedeschi, i quali non possono essere dotati dei principali diritti amministrativi propri dello *status* di socio ⁽³⁴⁾.

Al riguardo, sembra tuttavia quanto mai opportuna una precisazione di carattere metodologico: i diritti dell' "azionista" - e più specificamente dell' "azionista ordinario" - possono essere in astratto un utile parametro di riferimento volto a facilitare l'individuazione dei diritti amministrativi che possono essere attribuiti ai sensi dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., ma non devono rappresentare in alcun modo un parametro vincolante. Più in particolare, gli strumenti partecipativi possono essere dotati - nei limiti previsti dal legislatore o comunque ricavabili dal sistema - anche di diritti "amministrativi" diversi da quelli propri dell'azionista (ordinario) ⁽³⁵⁾.

A tale conclusione si giunge in primo luogo considerando, in una prospettiva generale e sistematica, che: a) con la riforma del diritto societario e l'introduzione di una molteplicità di categorie speciali di azioni la figura dell'azionista esce profondamente frammentata; sullo sfondo vi è ovviamente il tramonto della utilità della distinzione tra "azionista-socio" ed "obbligazionista-creditore" e l'emergere, in tutta

la sua rilevanza, della categoria dell' "investitore-finanziatore" ⁽³⁶⁾; b) la figura degli "strumenti finanziari partecipativi" intanto mantiene una sua specificità (ed una sua utilità), in quanto si mantenga come figura intermedia tra l' "azione" e l' "obbligazione" e non sia invece schiacciata sull'una o sull'altra di tali figure.

Queste considerazioni trovano poi conferma nel dato di diritto positivo. Più in particolare, l'art. 2351, ultimo comma, c.c. attribuisce espressamente al titolare di strumenti finanziari diritti che all'azionista ordinario non spettano: ed il riferimento è al potere di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. In sostanza, con la disposizione appena ricordata il legislatore rompe il parallelismo con la figura dell'azionista ordinario ed apre nuovi scenari all'autonomia statutaria ⁽³⁷⁾.

Coerentemente con le premesse teoriche appena tracciate, a titolo meramente esemplificativo lo statuto può legittimamente dotare lo strumento finanziario partecipativo dei diritti amministrativi "minori" di seguito indicati:

a) diritti di controllo, "quali quelli di impugnazione delle delibere assembleari o di denuncia di gravi irregolarità, ex art. 2409 c.c., dovendosi tuttavia fissare in statuto la percentuale richiesta per l'esercizio di tale diritto, rispetto al valore complessivo dell'emissione (o di varie emissioni) degli strumenti finanziari partecipativi" ⁽³⁸⁾;

b) diritti di informazione, parificabili a quello attualmente riconosciuto al socio di s.p.a. ⁽³⁹⁾;

c) diritti di intervento in assemblea a scopo meramente informativo ⁽⁴⁰⁾;

d) diritti di opzione, che il titolare di strumenti finanziari può esercitare in caso di emissione di altri strumenti finanziari (più problematico è se tale diritto possa essere statutariamente concesso in caso di emissione di azioni) ⁽⁴¹⁾.

Come già anticipato, lo statuto potrebbe inoltre attribuire al titolare di strumenti finanziari diritti amministrativi che non spettano all'azionista (ordinario): si pensi, ad esempio, al diritto di intervento in consiglio di amministrazione (ed in comitato esecutivo) a scopo meramente informativo, ovvero al diritto di "richiedere relazioni all'organo amministrativo in materia di gestione; di designare figure dirigenziali in determinati rami aziendali in ragione della specifica professionalità richiesta e dell'interesse dei finanziatori; (...) di essere consultati in sede di redazione del bilancio" ⁽⁴²⁾.

4. *Segue*: Strumenti finanziari "partecipativi" e diritto di voto su argomenti specificamente indicati.

Come già sottolineato, il legislatore ha espressamente previsto che gli strumenti finanziari in esame possono essere dotati del "diritto di voto su argomenti specificamente indicati" (art. 2351, ultimo comma, c.c.).

Nel tentativo di contribuire a far luce sul significato di questa disposizione, occorre risolvere, in primo luogo, l'apparente dissidio tra il divieto di voto nell'assemblea generale degli azionisti (cfr. art. 2346, ultimo comma, prima parte) e la previsione contenuta nell'ultimo comma dell'art. 2351, ai sensi della quale, come appena ricordato, "gli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco" ⁽⁴³⁾.

Ebbene, per quanto in questa sede più interessa sembra potersi affermare che il "diritto di voto su argomenti specificamente indicati" può essere statutariamente costruito nel senso che esso *deve* essere esercitato nell'*assemblea separata* dei titolari di strumenti finanziari e non nell'assemblea generale degli azionisti, la quale sarà *statutariamente* tenuta ad uniformarsi alle indicazioni espresse in sede di assemblea separata ⁽⁴⁴⁾. Più in particolare, nel caso ipotizzato il diritto di voto dovrà essere esercitato in un *luogo diverso rispetto all'assemblea generale degli azionisti* - assemblea che peraltro dovrà recepirne le indicazioni - anche se questo luogo, da un lato, non dovrà necessariamente identificarsi con l' "assemblea speciale" di cui all'art. 2376 c.c. ⁽⁴⁵⁾, dall'altro, potrà anche non rappresentare un' "assemblea" in senso tecnico, come nel caso di emissione di un unico strumento sottoscritto da uno specifico investitore. Al riguardo è opportuno ricordare, infatti, che "l'applicabilità delle discipline delle assemblee speciali nei casi di emissione di strumenti finanziari (...) presuppone che essi costituiscano una categoria, avendo connotati di serialità e standardizzazione, il che, come si è visto, rappresenta un'eventualità ma non una regola" ⁽⁴⁶⁾.

Sulla base delle considerazioni svolte emerge allora che *il diritto di voto su argomenti specificamente indicati ben può essere configurato dallo statuto come un diritto di "veto"* ⁽⁴⁷⁾. Più in particolare, a titolo meramente esemplificativo, come "diritti di voto su argomenti specificamente indicati" lo statuto potrebbe probabilmente prevedere poteri c.d. "di veto" su operazioni straordinarie della società, quali ad esempio la modifica dell'oggetto sociale, il trasferimento parziale o totale dell'azienda, fusione e/o scissione, ovvero su atti gestori, quali l'approvazione del

bilancio, ecc. Al riguardo, si potrebbe inoltre statutariamente stabilire che - con riferimento ad alcune operazioni sociali, come quelle appena indicate - la delibera assembleare e/o la delibera consiliare (secondo le rispettive competenze) ⁽⁴⁸⁾ non producano effetti in mancanza del consenso del titolare dello strumento finanziario o dell'assemblea dei possessori di tali strumenti, ove prevista ⁽⁴⁹⁾.

Lo scenario che siamo venuti delineando - ben lungi da creare problemi sul piano applicativo - dovrebbe aver dimostrato che in seguito alla riforma del diritto societario è certamente lecita la previsione - con "efficacia reale" ed a prescindere da pattuizioni "parasociali" - dell'obbligo del preventivo assenso dell'investitore di *private equity* titolare di strumenti partecipativi su alcune operazioni societarie di particolare rilevanza (c.d. *restrictive covenants*) ⁽⁵⁰⁾.

5. Segue: la facoltà di nominare un "componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

Dopo aver espressamente previsto che gli strumenti di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c. possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati, il legislatore della riforma ha previsto, come *unica ipotesi esemplificativa di questa figura di "diritto di voto"*, la possibilità che a tali strumenti sia "riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco" (art. 2351, ultimo comma, c.c.), precisando che "alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano" (art. 2351, ultimo comma, ultima parte, c.c.).

Coerentemente con la soluzione sopra prospettata in merito al luogo di esercizio del "diritto di voto su argomenti specificamente indicati" ⁽⁵¹⁾, è da ritenere che anche la facoltà di nomina di un componente indipendente dell'organo di amministrazione o di controllo debba esercitarsi *al di fuori dell'assemblea generale degli azionisti* ⁽⁵²⁾, la quale sarà tuttavia statutariamente obbligata a recepire le indicazioni provenienti dai soggetti che detengono gli strumenti partecipativi ⁽⁵³⁾. Del resto, che la nomina in esame sia *extra-assembleare* si ricava altresì dal disposto contenuto nell'art. 2383, primo comma, c.c., ove tra le eccezioni al principio generale secondo il quale "la nomina degli amministratori spetta all'assemblea" si menziona espressamente l'ipotesi prevista dall'art. 2351 c.c.

Ciò chiarito, resta da chiedersi cosa significhi "indipendente" con riferimento alla nomina di un componente del consiglio di amministrazione o del consiglio di

sorveglianza ⁽⁵⁴⁾. Pur non sottovalutando la complessità del problema, sembra potersi affermare che utilizzando tale espressione il legislatore abbia inteso far riferimento non ai requisiti previsti nel sistema monistico negli artt. 2409 *septiesdecies* e *octiesdecies*, c.c., ma alla facoltà da parte dei titolari di strumenti partecipativi di nominare uno o più amministratori (o componenti del consiglio di sorveglianza) con funzioni di informazione e monitoraggio sulla gestione dell'impresa ⁽⁵⁵⁾ ed al fine di assicurare che la maggioranza degli amministratori - nell'attività di individuazione e di composizione dell' "interesse sociale" - prenda in considerazione *anche* gli interessi dei titolari degli strumenti finanziari ⁽⁵⁶⁾.

Tra i numerosi problemi applicativi che questa disposizione pone all'attenzione degli interpreti è opportuno segnalare la questione relativa alla revoca dell'amministratore nominato ai sensi dell'art. 2351, ultimo comma, c.c.; più in particolare, occorre interrogarsi in merito all'applicazione analogica al caso di specie del principio dettato per le "società con partecipazione dello Stato o di enti pubblici" dall'art. 2449, secondo comma, c.c. ⁽⁵⁷⁾, dovendosi stabilire se - come sembrerebbe - anche gli amministratori nominati ai sensi dell'art. 2351 c.c. possono essere revocati soltanto dai soggetti che li hanno nominati. Prima ancora resta da chiarire quale sia il limite quantitativo dei componenti dell'organo di amministrazione o di controllo "designabili dagli strumenti finanziari, ed in particolare se ad essi nel loro complesso possa riservarsi un solo amministratore e/o sindaco, piuttosto se ad ogni categoria di strumenti finanziari possa essere attribuito il medesimo diritto, e, in tal caso, se sussistano limiti assoluti di nomina extra-assembleare" ⁽⁵⁸⁾.

A prescindere comunque dalle inevitabili questioni interpretative ad essa ricollegate, la disposizione in esame sembra destinata ad assumere una significativa importanza nelle operazioni di *private equity*: e ciò in quanto si prevede espressamente la liceità di una *clausola statutaria*, in forza della quale si riconosce una rappresentanza nel consiglio di amministrazione (*board representation*) o nell'organo di controllo ai titolari di strumenti finanziari partecipativi ⁽⁵⁹⁾.

6. Alcune conclusioni.

Giunti al termine di queste sommarie riflessioni, *in una prospettiva applicativa* il dato di maggior rilievo che emerge è l'idoneità degli strumenti partecipativi - quanto meno con riferimento ai diritti amministrativi di cui possono legittimamente essere dotati - ad essere impiegati nelle operazioni di *private equity*. Più in particolare, si conferma la legittimità di clausole statutarie volte ad attribuire ai titolari di

strumenti finanziari partecipativi quei “poteri di influenza” sulla società in genere richiesti da un investitore di *private equity* (o da un *venture capitalist*): ed il riferimento è evidentemente al diritto di nomina e revoca di una componente minoritaria del consiglio di amministrazione (c.d. *board representation*) ovvero alla previsione dell' obbligo del preventivo assenso dell'investitore di *private equity* (o del *venture capitalist*) su alcune operazioni societarie di particolare rilevanza (c.d. *restrictive covenants*).

In questa prospettiva e limitandosi solo ad alcuni spunti che meriterebbero ben altri approfondimenti, gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c., potrebbero essere altresì dotati: *i*) di un diritto di conversione automatica in azioni ordinarie al ricorrere di determinate circostanze ⁽⁶⁰⁾ (quali, ad esempio il collocamento in borsa della società o il raggiungimento di determinati obiettivi) ed al fine di poter conseguire il *capital gain* ⁽⁶¹⁾; *ii*) di un'opzione di vendita (*put*) allo scadere di un determinato periodo (o comunque al verificarsi di determinate circostanze) al fine di garantire all'investitore di *private equity* una *way-out* efficiente.

Umberto Tombari

(1) Nel senso che «la nuova categoria degli strumenti finanziari è tratteggiata, sul piano della fattispecie, da poche indicazioni, che a stento consentono di intravederne i confini, ed è oggetto di un impianto disciplinare forse ancora più scarno» NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *BBTC*, 2003, I, p. 545; in generale, su questa nuova figura cfr., tra gli altri, LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *BBTC*, 2003, I, p. 532 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1273 ss.; SANDULLI E SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, sub artt. 2346 e 2351; COTTINO ED ALTRI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, sub artt. 2346 e 2351; NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, sub artt. 2346 e 2351; MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, 1***, diretto da Colombo e Portale, Torino, 2004, p. 259 ss.; FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, p. 67 ss.; ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, Bologna, 2004, p. 127 ss.; GIANNELLI, in AA. VV., *Diritto delle società*, Milano, 2004, p. 168 ss.; SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in M. RESCIGNO e SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, p. 32 ss.; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1093 ss.; ID., *Commento agli artt. 2346 e 2351*, in *Commentario. Codice civile*, a cura di ALPA e MARICONDA, in corso di pubblicazione, Milano, Ipsoa.

- (2) Sulle caratteristiche di questi strumenti v. HÜFFER, *Aktiengesetz*, 6. ed., München, 2004, § 221, rdn. 22 ss., p. 1070 ss.; AA.VV., *Mezzanine Finanzierungsinstrumente*, Berlin, 2004, p. 211 ss.; per ulteriori riferimenti bibliografici alla numerosa letteratura in argomento sia consentito rinviare a TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 1070-1071, nota n. 20.
- (3) Si tratta di titoli che non sono definiti né dettagliatamente disciplinati dal legislatore, ma che analogamente agli strumenti di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c., possono essere emessi anche dietro apporto di denaro (pur non rappresentando una frazione del capitale sociale nominale) e possono essere dotati dallo statuto dei diritti più vari, compreso il voto: per maggiori approfondimenti cfr. CINCOTTI, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, in *BBTC*, 2004, I, p. 221 ss.
- (4) Per alcune considerazioni generali cfr. CREMASCO, *Mezzanine financing*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di CENDON, *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XII, *Finanziamento alle imprese*, Torino, 2005, p. 77 ss.; AA.VV., *Mezzanine Finanzierungsinstrumente*, cit. p. 21 ss., ove con riferimento all'esperienza tedesca si sottolinea come molteplici possano essere le figure idonee a dare forma giuridica al *Mezzanine-Kapital* (*Genussrechte*, obbligazioni convertibili, ecc.).
- (5) Per un quadro in ordine alla struttura delle operazioni di *private equity* v. CARLOTTI (a cura di), *Tecniche di private equity*, Milano, 2003.
- (6) Cfr. ad esempio, *Il Sole-24 Ore, Plus*, 15 gennaio 2005, p. 13.
- (7) Per una proposta interpretativa in tal senso già prima della riforma societaria cfr. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, cit., p. 1096 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici.
- (8) Per maggiori approfondimenti v. F. ONIDA, *Se il piccolo non cresce. Piccole e medie imprese italiane in affanno*, Bologna, 2004, p. 24 ss. e 124 ss.
- (9) Su questi aspetti v. l'approfondito studio di SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale, n. 55, Roma, 2002, p. 23 ss.; LAMBERTINI, *Private equity*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di CENDON, *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XII, *Finanziamento alle imprese*, cit., p. 90; sul punto v. anche *infra*, paragg. 4 e 5.
- (10) Sulle varie categorie di "strumenti finanziari" introdotte nel diritto azionario cfr. PISANI MASSA-MORMILE, *op. cit.*, p. 1288.
- (11) SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, dattiloscritto consultato per la cortesia dell'Autore, p. 4.
- (12) Sul punto v. anche SANTORO, *Commento art. 2351*, in SANDULLI, SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, cit., p. 152; SPADA, *op. ult. cit.*, p. 4; SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *BBTC*, 2004, I, p. 288; per una critica all'utilizzazione della medesima terminologia per indicare fenomeni diversi v. MARANO, *Mercati di capitali e nuovi strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 776.
- (13) Cfr., ad esempio, ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004, p. 70 ss.; MARANO, *op. cit.*, p. 772.
- (14) Per analoghe considerazioni MIOLA, *op. cit.*, p. 295 ss.
- (15) MARANO, *op. cit.*, p. 773.
- (16) L'esatta considerazione è di NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 556.
- (17) In questo senso v. anche ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 74.

- (18) NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, p. 51.
- (19) Per maggiori approfondimenti cfr., ad esempio, ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, p. 129, ove si sottolinea come il termine “apporto” richiama l’associazione in partecipazione; LIBONATI, *L’impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale. La società di persone. La società per azioni*, p. 179; SANTORO, *op. cit.*, p. 130; GIANNELLI, *op. cit.*, p. 168; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 51 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 1274.
- (20) V. RELAZIONE AL D.LGS. 17 GENNAIO 2003, N. 6, in *Riv. soc.*, 2003, p. 118, ove si sottolinea espressamente «il divieto di loro imputazione a capitale»; nello stesso senso cfr., in luogo di molti, MIOLA, *op. cit.*, p. 260; SPADA, *op. cit.*, p. 5; ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, p. 128; GIANNELLI, *op. cit.*, p. 168; STAGNO D’ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D’ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., sub art. 2346, p. 261.
- (21) La convincente osservazione è di LAMANDINI, *op. cit.*, pp. 534-535.
- (22) NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 66.
- (23) Così MIOLA, *op. cit.*, pp. 267-268 (e 281 ss. per un dettagliato esame dei diritti di natura patrimoniale che lo statuto può attribuire agli strumenti partecipativi), il quale esattamente osserva che «la mancanza di un diritto alla restituzione del valore dell’apporto effettuato con la conseguente sottoposizione al rischio di impresa, impediscono che possa qualificarsi il rapporto ad essi sottostante sia come partecipazione sociale (art. 2346, 1° comma, c.c.), sia come prestito, onde la sua configurazione come rapporto “partecipativo” in senso lato» (p. 274); per considerazioni parzialmente analoghe con riferimento al rapporto sottostante alla figura dell’azione di risparmio” cfr. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell’investitore*, cit., p. 1101 ss.
- (24) Sulle caratteristiche che tende ad assumere il *Mezzanine-Kapital* v. AA.VV., *Mezzanine Finanzierungsinstrumente*, cit. p. 21 ss.
- (25) Su questa figura e sul dibattito in merito alla sua liceità v., in luogo di molti, HÜFFER, *op. cit.*, § 221, *rdn.* 25 ss., p. 1071 ss.
- (26) Nel senso che in seguito alla riforma la figura dell’azione si caratterizza – e si distingue anche dagli strumenti partecipativi – per il fatto che l’apporto è imputato a capitale nominale sia consentito rinviare a TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit., p. 1092, ove ulteriori riferimenti bibliografici.
- (27) In questo senso la riforma del diritto societario ha espressamente previsto che nel contenuto delle obbligazioni sia indicata anche la “data di rimborso del prestito” (cfr. art. 2414 n. 6, c.c.): e nel senso che le “obbligazioni” sono caratterizzate dalla presenza del “diritto al rimborso” (ancorché subordinato) “del capitale come valore minimo assicurato” v. anche GIANNELLI, *op. cit.*, p. 157; CALVOSA, *Le obbligazioni*, in ALLEGRI ED ALTRI, *Diritto commerciale*, 4. ed., Bologna, 2004, pp. 155-156; SALANITRO, *op. cit.*, pp. 289-290; SARALE, in COTTINO ED ALTRI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, cit., sub art. 2411, p. 1259.
- (28) Come noto, l’elaborazione della disciplina è in massima parte rimessa allo statuto, con la conseguenza che saranno inevitabili alti costi di transazione nella predisposizione di una normativa adeguata e completa (in generale, sul problema della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi è sufficiente rinviare a MIOLA, *op. cit.*, p. 276 ss.).
- (29) E v. SPADA, *op. cit.*, pp. 6-7; FERRI JR., *op. cit.*, p. 78 e 89 ss.
- (30) Il dato emerge chiaramente dalla lettura della RELAZIONE AL D.LGS. 17 GENNAIO 2003, N. 6, cit., p. 118, ove si sottolineano anche i motivi, per i quali è stata scartata l’ipotesi delle c.d. azioni

di industria; in senso analogo v., tra gli altri, ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, p. 82; PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 1274.

- (31) Sul punto sia consentito rinviare a TOMBARI, *Commento all' art. 2346*, in *Commentario. Codice civile*, cit.
- (32) Per le medesime riflessioni v., ad esempio, ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, p. 129; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 546; STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., *sub art.* 2346, p. 263.
- (33) Così MIOLA, *op. cit.*, p. 284; per considerazioni sostanzialmente analoghe v. anche NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 553; STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., *sub art.* 2346, pp. 264-265; MIGNONE, in COTTINO ED ALTRI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, cit., *sub art.* 2346, p. 249.
- (34) Sul punto cfr., anche per ulteriori riferimenti bibliografici, HÜFFER, *op. cit.*, § 221, *rdn.* 26, p. 1072, il quale ricorda che ai titolari di *Genußrechte* non possono essere attribuiti diritti amministrativi quali il diritto di voto ed il diritto di impugnativa delle delibere assembleari, essendo da alcuni Autori ammessa solo l'attribuzione in via negoziale di diritti c.d. di informazione (diritto di partecipazione "passiva" all'assemblea, ecc.); HIRTE, *Kapitalgesellschaftsrecht*, 4. ed., Köln, 2003, p. 212; RAISER, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 3. ed., München, 2001, p. 299; AA.VV., *Mezzanine Finanzierungsinstrumente*, cit. p. 268 ss.
- (35) In questo senso v. anche OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 63; PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 1277; per una diversa opinione cfr. invece, STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., *sub art.* 2346, p. 265.
- (36) Sulla rilevanza della figura dell' "investitore" anche alla luce del nuovo diritto societario v., per tutti, LIBONATI, *op. cit.*, p. 13 ss.; ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, p. 56 e 115 ss.; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit., p. 1082 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pp. 1271-1272; per una prima impostazione di questa opera di ripensamento e di superamento delle categorie tradizionali sia consentito rinviare anche a TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, cit., p. 1085 ss. Al riguardo, può essere di qualche interesse ricordare che anche nell'esperienza giuridica tedesca - ove, come noto, domina l'opinione, secondo la quale il diritto societario si occupa dell' "azionista" *soltanto* nella sua veste di *Verbandsmitglieder* e non anche di investitore (*Kapitalanleger*) - non manca chi ritiene che in realtà il diritto azionario tedesco abbia sviluppato un modello di socio "ibrido", in quanto sensibile sia ai profili di tutela della *Mitgliedschaft* (= partecipazione sociale), sia ai profili di tutela dell'investimento (il riferimento è a P. MÜLBERT, *Abschwächungen des mitgliedschaftlichen Bestandsschutzes im Aktienrecht*, in *Festschrift für Peter Ulmer*, Berlin, 2003, p. 433 ss., e specialmente 434 e 449, ove ulteriori riferimenti bibliografici).
- (37) Del resto, la Relazione ministeriale, confermando l' assoluta libertà di previsione dei diritti amministrativi, non fa alcun riferimento alla figura dell'azionista, limitandosi ad affermare che "gli strumenti finanziari in questione possono conferire tutti i diritti partecipativi escluso quello del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti" (così RELAZIONE AL D.LGS. 17 GENNAIO 2003, N. 6, cit., p. 118).
- (38) Così MIOLA, *op. cit.*, p. 284. Sul diritto di impugnativa delle delibere assembleari v. anche GROSSO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in AMBROSINI (a cura di), *La ri-*

forma delle società, Torino, 2003, p. 131; a questo proposito sembra peraltro che dalla disposizione di cui all'art. 2377 c.c. possa ricavarsi il principio della necessaria correlazione tra titolarità del voto nella delibera e diritto di impugnativa, principio sul quale si dovrà evidentemente riflettere, allorché si ipotizzi l'attribuzione al titolare dello strumento finanziario partecipativo del diritto di impugnativa della delibera assembleare.

- (39) Cfr. MIOLA, *op. cit.*, p. 285; STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., sub art. 2346, p. 265; ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, p. 131.
- (40) MIOLA, *op. cit.*, p. 286; STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., sub art. 2346, pp. 264-265; ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, p. 131.
- (41) In questo senso MIOLA, *op. cit.*, p. 287.
- (42) In questi termini ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, p. 131; sul diritto ad avere un rendiconto da parte degli amministratori v. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 169; nel senso invece che i diritti attribuibili devono essere solo quelli degli azionisti cfr. STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., sub art. 2346, p. 265, secondo il quale "i diritti amministrativi cui fa riferimento il 2346, ult. co. sono esclusivamente quelli che competono ai soci, individualmente, per partecipazioni di misura predeterminata o in assemblea" e in questo senso non sarebbero attribuibili poteri tipicamente gestori "quale quello di nomina di dirigenti della società o di ottenere rendiconti periodici analoghi a quelli cui hanno diritto, ex art. 2381 gli amministratori non esecutivi".
- (43) Su questo problema v. ora ampiamente STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., sub art. 2351, p. 310 ss.; ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, p. 131; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., pp. 550-551 e 553; ID., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 68 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 1297 ss.; MIGNONE, *op. cit.*, p. 335 ss.; OPPO, *op. cit.*, p. 63.
- (44) Per una esplicita indicazione in questo senso cfr. RELAZIONE AL D.LGS. 17 GENNAIO 2003, N. 6, cit., p. 118, ove si motiva la scelta in base alla considerazione che "data la particolarità di tali strumenti finanziari, ne potrebbero derivare molteplici incertezze e conseguenti ragioni di instabilità per il funzionamento dell'assemblea"; per le medesime considerazioni v. LIBONATI, *op. cit.*, p. 179; MIOLA, *op. cit.*, pp. 285-286, testo e nota 657, il quale osserva esattamente che proprio il fatto che il voto non sia esercitato in assemblea generale vale a distinguere questo investitore dall'azionista; STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., sub art. 2351, p. 310 ss., spec. 313; ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, p. 131; D. U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 58; LAMANDINI, *op. cit.*, p. 536; SANTORO, *op. cit.*, p. 131 e 152; PESCATORE, in BUONOCORE (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Torino, 2003, p. 35; FERRI JR., *op. cit.*, p. 92; CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 417. Per una posizione maggiormente dubitativa o addirittura favorevole all'espressione del voto in assemblea generale cfr. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., pp. 551-552; ID., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., pp. 69-70; GIANNELLI, *op. cit.*, p. 170; GALGANO, *Le nuove società di capitali e cooperative*, Padova, 2004, p. 135, secondo il quale "spetta allo statuto stabilire le modalità con le quali i portatori di questi strumenti esercitano il voto; OPPO, *op. cit.*, p. 63; PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 1299; LI-

BERTINI, *Riflessioni generali*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 253; DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, *ibidem*, p. 264; MIGNONE, *op. cit.*, pp. 336-337.

- (45) Così anche STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., sub art. 2351, p. 313, ove si afferma che il diritto di voto deve essere espresso nell'ambito di una "assemblea settoriale", la quale può non coincidere con l'assemblea speciale di cui all'art. 2376 (sarà lo statuto a determinarlo). Sul problema della configurazione di un' "organizzazione di categoria" con riferimento agli strumenti partecipativi è sufficiente rinviare a MIOLA, *op. cit.*, 291 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 1278 ss.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., pp. 86-87.
- (46) NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 87.
- (47) Per considerazioni sostanzialmente analoghe v. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 536, il quale esattamente osserva che in base all'art. 2351, ultimo comma, c.c., il "governo" dell'impresa societaria non può mai passare ai titolari di strumenti partecipativi, i quali possono avere solo poteri di veto o di nomina di singoli amministratori; ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, p. 129; TOMBARI, *Commento all'art. 2346*, in *Commentario. Codice civile*, cit. Se quanto affermato può essere condiviso, emerge la diversità degli strumenti partecipativi con le azioni "con diritto di voto limitato a particolari argomenti": e ciò in quanto quest'ultime votano *sempre e necessariamente* nell'assemblea generale degli azionisti [su questa figura v., ad esempio, ABRIANI, in COTTINO ED ALTRI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, cit., sub art. 2351, p. 313-314; STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, cit., sub art. 2351, pp. 305-306].
- (48) Si pensi ad una delibera consiliare di emissione di obbligazioni o di costituzione di un patrimonio destinato (cfr. art. 2447 *ter*, ultimo comma, c.c.).
- (49) Per quanto attiene alla tutela del socio dissenziente rispetto alla delibera di modifica dello statuto introduttiva di un diritto c.d. di veto a favore di strumenti finanziari partecipativi, si potrebbe ritenere che siamo in presenza di una "modificazione dello statuto concernente i diritti di partecipazione" e dunque ad un'ipotesi di recesso ai sensi dell'art. 2437, primo comma, lettera g), c.c.
- (50) V. *supra*, n. 1.
- (51) V. *supra*, parag. 4.
- (52) In questo senso si esprime del resto anche la RELAZIONE AL D.LGS. 17 GENNAIO 2003, N. 6, cit., p. 118, ove espressamente si parla della facoltà di nominare un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo "in assemblea separata".
- (53) Per un'indicazione sostanzialmente analoga sia consentito rinviare a TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, cit., pp. 1097-1098, con riferimento peraltro all'ordinamento precedente alla riforma del 2003.
- (54) Al riguardo è opportuno sottolineare che il legislatore parla di componente "indipendente" solo per il consiglio di amministrazione e per il consiglio di sorveglianza, ma non per il collegio sindacale (cfr. art. 2351, ultimo comma, c.c.).
- (55) Per alcuni spunti in tal senso prima della riforma v. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, cit., p. 1097 ss., testo e nota n. 82, ove ulteriori indicazioni; LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, pp. 139-140.
- (56) Per una prima interpretazione non totalmente coincidente con quella avanzata nel testo cfr. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pp. 1299-1300, a giudizio del quale la norma in esame "lascia

pensare che debba ritenersi ormai incrinato il rapporto fiduciario esclusivo fra azionisti ed amministratori: nell'organo di gestione entra, infatti, la rappresentazione di interessi diversi da quelli degli azionisti (a loro volta non omogenei)"; MIGNONE, *op. cit.*, p. 332 ss.

- (57) Come noto, l'art. 2449, secondo comma, c.c. stabilisce che "gli amministratori e i sindaci o i componenti del consiglio di sorveglianza nominati a norma del comma precedente possono essere revocati soltanto dagli enti che li hanno nominati".
- (58) NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Le società*, 2005, p. 7.
- (59) Per considerazioni in tal senso già prima della riforma v. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., pp. 139-140; sull'importanza di tali clausole nelle operazioni di *private equity* v. *supra*, par. 1.
- (60) Sulla possibilità di prevedere in via statutaria "il diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in partecipazioni azionarie" cfr. la RELAZIONE AL D.LGS. 17 GENNAIO 2003, N. 6, cit., p. 118; MIOLA, *op. cit.*, p. 293; FERRI JR., *op. cit.*, p. 80; CALVOSA, *op. cit.*, p. 165; TOMBARI, *Commento all' art. 2346*, in *Commentario. Codice civile*, cit.
- (61) In alternativa si potrebbe attribuire allo strumento finanziario un *warrant* (opzione) per l'acquisto di azioni ordinarie; si può inoltre ipotizzare che l'investitore sottoscriva strumenti finanziari partecipativi insieme ad un pacchetto di minoranza di azioni ordinarie, esercitando in forza degli strumenti finanziari sottoscritti certi diritti amministrativi che altrimenti non potrebbe esercitare.

(Riproduzione riservata)