

IPSOA

Le Società

Mensile di diritto e pratica commerciale
societaria e fiscale

ANNO XXXV - Direzione e redazione - Strada 1 Palazzo F6 - 20090 Milanofiori Assago (MI)

8-9/2016

► edicolaprofessionale.com/lesocieta

Usufrutto nelle società

Strumenti finanziari partecipativi

**La nullità delle clausole di esclusione
“sintetiche” nelle cooperative**

DIREZIONE SCIENTIFICA

Diritto societario

Angelo Busani
Marco Lamandini
Renato Rordorf
Vincenzo Salafia
Alberto Toffoletto

Diritto dei mercati finanziari

Paolo Giudici

Valutazioni e bilancio

Mauro Bini

Diritto penale commerciale

Carlo Enrico Paliero

Processo, arbitrato e mediazione

Ilaria Pagni



Wolters Kluwer





ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

CIB Centro Inter-Bibliotecario

Viale Filopanti, 7 - 40126 Bologna - Italia



Documento redatto in data: 23/11/2016 Protocollo numero: 166075

Catalogo Nazionale dei Periodici ACNP

SCHEMA COMPLETA PERIODICO

Periodico/Rivista:	Le *Società : mensile di informatica giuridica dell'impresa
Ente/Autore (Marc 710):	IPSOA
Editore	Ipsos;Wolters Kluwer Italia
Luogo pubbl.	Milano
Ultimo luogo pubblicazione:	Milano Fiori Assago
Da anno - Ad anno	1982-
Lingua	ITA
Periodicità	MENSILE
Paese	IT
ISSN:	1591-2094
Cod. CDU:	681.3; 336
Dewey:	340
Cod. CNR:	P 00080920
Fonte	ACNP
Supporto:	Printed text
Note:	Il sottotitolo varia
Titoli collegati:	HA PER ALTRO SUPPORTO: <u>Le *Società (CD-ROM) : Raccolta delle annate</u> HA PER ALTRO SUPPORTO: <u>Le *Società</u>
Posseduto cumulativo:	1982-



SOMMARIO

SPECIALE USUFRUTTO NELLE SOCIETÀ

L'usufrutto nelle società a cura di <i>Andrea Bucelli</i> e <i>Riccardo Bencini</i>	929
Decadenza o metamorfosi dell'usufrutto? Spunti per una riflessione di <i>Dianora Poletti</i>	930
Adattamenti dell'usufrutto all'impresa commerciale di <i>Roberto Weigmann</i>	938
L'abuso dell'usufruttuario nel diritto commerciale di <i>Riccardo Bencini</i>	946
L'usufrutto nell'aula di giustizia di <i>Ludovico Delle Vergini</i>	953
Usufrutto di quote societarie e diritto di voto di <i>Andrea Bucelli</i>	957

DIRITTO SOCIETARIO

Strumenti finanziari	Strumenti finanziari partecipativi di <i>Vincenzo Salafia</i>	966
Esclusione socio	La nullità delle clausole di esclusione "sintetiche" nelle cooperative Tribunale di Milano 31 marzo 2016 commento di <i>Guido Bonfante</i>	969
Strumenti finanziari	Un commento a due voci in tema di partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi Tribunale di Napoli 25 febbraio 2016 commento di <i>Marco Lamandini</i> commento di <i>Marco Palmieri</i>	976

DIRITTO DEI MERCATI FINANZIARI

Intermediazione finanziaria	Natura e perimetro applicativo della valutazione di adeguatezza: prodotto o portafoglio? Cassazione Civile, Sez. I, 26 gennaio 2016, n. 1376 Cassazione Civile, Sez. I, 9 febbraio 2016, n. 2535 Cassazione Civile, Sez. I, 7 marzo 2016, n. 4472 commento di <i>Alessandra Tosa</i>	992
------------------------------------	--	-----

PROCESSO, ARBITRATO E MEDIAZIONE

Tutela dei consumatori	Intervento adesivo delle associazioni dei consumatori, quali enti esponenziali d'interessi collettivi e diffusi Cassazione Civile, Sez. I, 19 febbraio 2016, n. 3323 commento di <i>Ettore Battelli</i>	1009
-------------------------------	---	------

DIRITTO PENALE DELL'IMPRESA

Concussione	'I conti della serva'. Funzione nomofilattica al banco di prova della giurisprudenza post-Maldera in tema di concussione vs. induzione indebita di <i>Marco Bartolucci</i>	1029
--------------------	---	------

OSSERVATORIO

GIURISPRUDENZA DI LEGITTIMITÀ a cura di <i>Vincenzo Carbone</i> e <i>Romilda Giuffrè</i>	1041
GIURISPRUDENZA DI MERITO a cura di <i>Alessandra Stabilini</i>	1043
CONSOB a cura di <i>Angelo Busani</i> e <i>Alessandro Portolano</i>	1046
FISCALE a cura di <i>Massimo Gabelli</i>	1052
COMUNITARIO a cura di <i>Irene Picciano</i>	1056

INDICI

Indice Autori	1059
Indice Cronologico	
Indice Analitico	

COMITATO PER LA VALUTAZIONE

F. Annunziata, P. Biavati, C. Consolo, L. De Angelis, G. Fauceglia, G. Ferri, G. Guizzi, F.P. Luiso, V. Meli, S. Menchini, F. Mucciarelli, A. Pericu, A. Perrone, C. Piergallini, S. Rossi, L. Salvaneschi, L. Stanghellini, G.M. Zamperetti

Strumenti finanziari

Un commento a due voci in tema di partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi

Tribunale di Napoli, Sez. Impr., 25 febbraio 2016, ord. - Giud. E. Quaranta

Società - Società di capitali - Società per azioni - Strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertibili in azioni - Partecipazione alle perdite - Aumento di capitale - Delibera del c.d.a. di attuazione - Sospensibilità cautelare - Sussistenza

(Cod. civ. artt. 2346, comma 6, 2377, 2378, 2388, comma 4)

La delibera del c.d.a. a mezzo della quale viene data efficacia a un aumento di capitale derivante dalla conversione in azioni di strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6, c.c., i cui apporti sono stati iscritti in una riserva statutaria che risulta erosa a causa delle perdite nel frattempo subite dalla società, è annullabile e può essere impugnata anche in via cautelare dal singolo azionista, in quanto lesiva dei suoi diritti.

Il Tribunale (*omissis*).

Nella circostanza la delibera assunta appare effettivamente esser stata adottata in violazione della disciplina statutaria.

Si tratta, come visto, della decisione con la quale l'organo gestorio della D. S.p.a. dichiara di aver preso atto della conversione automatica in azioni ordinarie di n. 5.000.000 di strumenti finanziari partecipativi (SFP), dal valore nominale di euro 1,00 ciascuno, in favore del socio I. S.p.a. e conferisce al presidente del c.d.a. i poteri relativi a tutti gli adempimenti e le formalità successive, tra cui: 1) il deposito presso il Registro Imprese dello Statuto con le quote aggiornate; 2) l'emissione e la consegna dei nuovi certificati azionari al socio I. S.p.a.; 3) le iscrizioni relative sul libro soci).

Tali SFP venivano emessi con delibera di essa D. S.p.a. del 5.5.2011 e sottoscritti solo da I. S.p.a.

Con tale delibera veniva introdotta all'art. 7 dello Statuto apposita disciplina con la quale era in particolare stabilito: (i) all'art. 7.2.4. che "Nel caso in cui la Riserva apporti strumenti finanziari sia stata erosa da perdite al momento dell'esercizio del diritto di conversione, tale diritto potrà essere esercitato soltanto per il minore importo risultante al netto delle perdite subite"; (ii) all'art. 7.2.5. che i titolari degli SFP avevano diritto di chiedere la conversione in azioni, in tutto od in parte, dei loro titoli, a partire dall'1 luglio 2011, con termine di conversione automatica degli stessi al 31 luglio 2015.

Ciò detto, in data 28 luglio 2015 il socio I. S.p.a. chiedeva detta conversione, invitando il presidente del

c.d.a. a porre in essere tutti gli adempimenti conseguenti.

A fronte di tale richiesta e, pur sussistendo dubbi sulla conversione e sulla necessità di effettuare una preventiva verifica sulle perdite d'esercizio prima di provvedervi, in attesa del parere *pro-veritate* che I. S.p.a. si riservava di depositare, l'assemblea del c.d.a. adottava l'impugnata decisione.

Cionondimeno, stante il ritardo del socio nella produzione di quel parere, il presidente del c.d.a. ne acquisiva altro (a firma del prof. avv. Francesco Fimmanò) dal cui tenore emergeva l'esigenza di far precedere la conversione dalla redazione di un bilancio *infra-annuale*, redatto alla data dell'esercizio del diritto.

Le conclusioni raggiunte in quel documento non possono che essere condivise.

Occorre ricordare, al punto, che l'art. 2346 c.c. testualmente prevede: "Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione".

La norma si riferisce, pertanto, a titoli che attribuiscono diritti di natura patrimoniale, se non anche diritti di natura amministrativa (con esclusione, ad ogni buon conto, del diritto di voto nell'assemblea dei soci).

Il codice rinvia - per gli aspetti che attengono all'emissione degli SFP, all'attribuzione delle prerogative e degli

obblighi dei titolari - a quanto dettato in sede statutaria.

Proprio il rinvio all'autonomia privata non può che significare dar rilievo alla causa concreta degli apporti, che potrà oscillare tra una funzione di natura tipicamente finanziaria (alla stregua di forme di partecipazione che si collochino nell'ambito del più ampio *genus* del capitale di debito) ed una più vicina a quella tipica dei conferimenti (il c.d. capitale di rischio).

Spetta quindi alla volontà dei soci determinare le caratteristiche ed il contenuto dei titoli in questione.

Nella fattispecie le norme contenute nello Statuto D. S.p.a. stabiliscono il diritto alla conversione degli SFP, in maniera tale da trasformarli in capitale di rischio, sulla base della situazione patrimoniale al momento dell'esercizio di quel diritto o, al più tardi, allo spirare del termine ultimo per il suo automatico verificarsi.

L'art. 7.2.4 riferisce, nello specifico, dell'esistenza (nello stato patrimoniale) di una "Riserva apporti strumenti finanziari" e della necessità di verificarne la consistenza, al momento della conversione, rispetto alle eventuali perdite maturate. Testualmente esso afferma che il diritto alla conversione "potrà essere esercitato soltanto per il minore importo risultante al netto delle perdite subite".

Tal ultima disciplina - quanto ai limiti di convertibilità - risulta avere una connotazione generale, per cui essa non può non riguardare anche l'ipotesi della conversione automatica dettata dall'art. 7.2.5.

Si vuol dire, in sostanza, che la prescrizione collega la capitalizzazione degli SFP (la loro trasformazione in capitale di rischio) alla situazione del patrimonio e del capitale reale della società a quel momento.

La clausola appare del resto rispettosa della normativa codicistica.

È utile ricordare, in merito, che la disciplina specifica degli artt. 2446 e 2447 c.c. (per le s.p.a.) ha la funzione di assicurare il rispetto del principio della corrispondenza fra capitale nominale e capitale reale; serve cioè a ricondurre il primo alla misura del secondo e, appunto per questo, esercita per sua natura (quanto meno) una duplice influenza: da un lato, nella sfera soggettiva dei soci, in specie incidendo sul loro interesse alla distribuzione degli utili; dall'altro, all'esterno della compagine sociale, influenzando sulla garanzia dei creditori sociali offerta loro dall'integrità del capitale.

Relativamente alla modalità della riduzione, vale poi il principio per cui le disponibilità delle società devono essere intaccate secondo un ordine che tenga conto del grado di facilità con cui la società potrebbe deliberarne la destinazione ai soci: che il capitale sociale ha un grado di indisponibilità maggiore di quello relativo alla riserva legale, laddove le riserve statutarie e quelle facoltative create dall'assemblea sono liberamente disponibili; e che, pertanto, devono essere utilizzate, nell'ordine, prima le riserve facoltative, poi quelle statutarie, indi quelle legali e, da ultimo, il capitale sociale.

Si tratta di una modalità inderogabile, in quanto la sua *ratio* risiede nella circostanza che i diversi strati del netto, poiché sono progressivamente più vincolati a garanzia dei creditori, possono e devono subire le decisioni

dei soci di intaccarli nell'ordine sopra indicato, restando preclusa ai soci la possibilità di far gravare le perdite sul netto meno vincolato, sino a quando esistono parti di netto meno vincolate o non vincolate, tant'è che non si potrebbe neppure parlare correttamente di "perdite di capitale" se non nella misura in cui tali perdite eccedano l'ammontare delle riserve che sono destinate a costituire un presidio avanzato del capitale medesimo (così Cass. civ., Sez. I, 02/04/2007, n. 8221 M.P.G.M. C. Fallimento della Impresa Mereu I.M.E. S.p.A., Notariato, 2007, 4, 378, Obbl. e Contr., 2007, 6, 486, Rubino, Mass. Giur. It., 2007, CED Cassazione, 2007).

Si dice, in proposito, nella giurisprudenza di merito, che "poiché il capitale sociale ha un grado di indisponibilità maggiore di quello relativo alla riserva legale, mentre le riserve statutarie e quelle facoltative sono liberamente disponibili, in sede di riduzione per perdite devono essere utilizzate, nell'ordine, prima le riserve facoltative, poi quelle statutarie, indi quelle legali e, da ultimo, il capitale sociale. Si tratta di una regola inderogabile, in quanto la sua *ratio* risiede nella circostanza che le diverse voci del patrimonio netto, poiché sono progressivamente più vincolate a garanzia dei creditori, possono e devono subire le decisioni dei soci di intaccarle nell'ordine sopra indicato, restando preclusa la possibilità di far gravare le perdite sul netto più vincolato, sino a quando esistono parti del patrimonio meno vincolate o non vincolate, tanto che si è posto in evidenza come non si potrebbe neppure parlare correttamente di perdite di capitale, se non nella misura in cui tali perdite eccedano l'ammontare delle riserve, che sono destinate a costituire un presidio avanzato del capitale" (App. Napoli, Sez. I, 19/06/2008 Gu.Lu. C. Se. S.p.A.).

I principi e le norme che precedono stanno quindi a significare che, a fronte di perdite oltre il terzo o che riducano il capitale al di sotto del minimo legale, l'organo gestorio (o, in mancanza, quello di controllo) devono convocare l'assemblea dei soci senza indugio, per adottare le delibere conseguenti.

Ai fini dell'assorbimento di quelle perdite e dell'individuazione del capitale reale, la riduzione deve poi avvenire secondo i criteri inderogabili indicati *ut supra*.

A ciò consegue che, proprio al fine di salvaguardare l'esigenza della corrispondenza del capitale reale a quello nominale, la conversione (capitalizzazione) degli SFP non potrebbe mai avvenire al lordo delle perdite subite dalla società.

La previsione statutaria dell'art. 7.2.4. appare coerente con la superiore ricostruzione, laddove (come detto) subordina detta conversione alla verifica della consistenza della riserva (statutaria) degli strumenti partecipativi.

La verifica non può che essere, poi, quella compiuta in base ad una situazione patrimoniale redatta al momento dell'esercizio del diritto da parte dei titolari degli apporti.

Giova rilevare, in proposito, che è pacifico che le perdite risultanti da una situazione patrimoniale infrannuale rilevino e che se esse siano superiori a quelle che emergano dall'ultimo bilancio d'esercizio, il capitale vada ridotto in misura tale da coprire tutte le perdite: sia

quelle precedenti, sia quelle relative al periodo successivo.

Semmai il dubbio riguardava la sorte e la valutazione, ai fini, degli utili non individuati dal bilancio d'esercizio. Per giustificare la tesi della loro irrilevanza (in sede infrannuale), anche al fine di compensare le perdite maturate, nella giurisprudenza risalente si ricorreva al riferimento all'art. 2433, il quale prescrive la realtà degli utili al fine del pagamento del dividendo (cfr. Trib. Roma, 8 novembre 1999, cit. Sostanzialmente nello stesso senso cfr. App. Napoli, 4 giugno 1999, in *Giur. Nap.*, 2000, 81; Id. Roma, 3 luglio 1998, in *Riv. Notar.*, 1998, 1260).

Tale tesi non ha convinto la Cassazione, sul presupposto che essa confonde utile reale ed utile distribuibile.

Pertanto gli utili, anche se non distribuibili, sono realmente esistenti e sono destinati ad assorbire le perdite prima che queste intacchino il capitale.

La perdita va pertanto determinata al netto di tutte le riserve ed infine al netto degli utili di periodo.

È questo il principio affermato dai giudici di legittimità (Cass. civ. Sez. I, 23 marzo 2004, n. 5740 *Teleditori s.r.l. già s.p.a. c. Fallimento Canard Advertising s.p.a.* per cui *"I risultati di gestione positivi e negativi della frazione di esercizio successivi all'ultimo bilancio ma precedenti alla delibera di cui all'art. 2447 devono essere considerati ai fini della correttezza e completezza della riduzione del capitale sociale per perdite"* Impresa, 2005, 659 nota di Bolognesi) che riprende un orientamento di parte della giurisprudenza di merito (App. Milano, 19 settembre 2000, in *Giur. It.*, 2001, 1202, con nota di Iozzo; Trib. Roma, 20 febbraio 2001, in *Società*, 2001, 969; Id. Roma, 4 febbraio 2000, in *Riv. Giur. Impr.*, 2000, 611; Id. Napoli, 27 aprile 2000, in *Notariato*, 2000, 560; App. Milano, 19 gennaio 1999, in *Società*, 2000, 724, ove nota di Salafia; Trib. Roma, 2 giugno 1998, in *Notariato*, 1998, 1259).

Le operazioni di riduzione del capitale devono quindi aver luogo avendo riguardo al rapporto tra l'entità del capitale sociale e l'ammontare del patrimonio della società, quale risulta dalla situazione patrimoniale riferita alla data più prossima possibile, con la necessità di tener

conto anche degli effetti prodotti sul patrimonio dell'ente, sino a tale data, dai risultati della gestione infrannuale dell'impresa (secondo il criterio di competenza), siano essi di segno positivo o negativo.

Se così è, pare evidente che - onde preservare la regola che impone di condurre il capitale reale a coincidere con quello reale - ogni operazione che lo riguardi non possa prescindere da una verifica sulla situazione patrimoniale redatta (anche infrannualmente) al momento in cui essa avviene.

Detta verifica potrà evidenziare perdite (non solo di bilancio, né di esercizio) che dovranno essere assorbite secondo i criteri inderogabili esaminati.

Nella circostanza lo Statuto D. S.p.a. prevede, in coerenza, che la conversione (*recte*: la capitalizzazione) degli SFP non potrà prescindere dall'accertamento della consistenza della riserva (statutaria) apposita.

La delibera impugnata risulta contrastare con tale previsione, nonostante il c.d.a. avesse avvertito I. S.p.a. dell'esistenza (appunto) di perdite erosive del patrimonio della società. Ed essa appare inoltre lesiva della sfera patrimoniale della ricorrente, che ha visto verificarsi un annacquamento della sua partecipazione.

Sussiste, pertanto, il *fumus* della cautela.

D'altra parte, è parimenti evidente la sussistenza del *periculum* (nell'accezione richiesta); infatti, ove non venisse sospesa la decisione avversata, la D. S.p.a. si troverebbe ad avere un capitale reale difforme da quello nominale, oltre che un assetto societario effettivamente ed indebitamente sbilanciato a favore del socio I S.p.a.; con danno per la società, gli altri soci ed i terzi.

La domanda cautelare va quindi accolta. Le spese di lite sono rimesse al giudizio di merito.

P.Q.M.

Il Tribunale di Napoli, pronunciando sul ricorso proposto da V. S.r.l. nei confronti di D. S.p.a., così provvede: accoglie il ricorso e, per l'effetto, sospende l'esecuzione della deliberazione del 30.07.2015 assunta dal C.d.A. della società D. S.p.a.; (*omissis*).

Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite

di Marco Lamandini

L'ordinanza del Tribunale di Napoli invita un commento a due voci, perché offre l'occasione per affrontare - da diverse prospettive - una questione di vertice che da tempo mostra, nella pratica, di volersi (e doversi) fare largo tra le pieghe del diritto azionario e di quello contabile. Ci si domanda quale sia il grado di preferenza nella partecipazione alle perdite che, rispetto a quella spettante all'azionista, si possa e/o si debba accordare allo strumento finanziario partecipativo che sia stato emesso da una società per azioni a fronte di un apporto irredimibile o di durata corrispondente a quella della società e che sia stato iscritto, proprio per questa ragione (avendo natura economicamente, ma non giuridicamente, assimilabile a quella di un conferimento), in apposita riserva del netto. La questione è assai interessante sotto molteplici riguardi e si presta

ad opinioni differenti. Esprimo qui di seguito, assai brevemente, la mia, mentre il successivo contributo di Marco Palmieri (che offre il corredo di dottrina e giurisprudenza necessario) appare diversamente orientato, in modo da offrire al lettore l'opportunità di una valutazione comparativa degli argomenti e, perché no, di riflettere su eventuali "terze vie".

L'ordinanza del Tribunale di Napoli pubblicata in epigrafe consente anzitutto di verificare se e in che limiti l'azionista, e in particolare quello ordinario, debba ovvero semplicemente possa correre il rischio residuale dell'investimento; altrimenti detto, se le perdite necessariamente colpiscano per primi gli azionisti o se viceversa, per via statutaria e contrattuale, si possa equiordinare o postergare gli stessi nella partecipazione alle perdite ad altri prestatori di apporti alla società, quali i titolari di strumenti finanziari partecipativi o altri soggetti (1) il cui apporto sia iscritto non tra i debiti della società bensì in apposita posta del netto. Si pone cioè una questione che attiene, secondo alcuni alla causa stessa del rapporto societario e che si sostanzia nel chiedersi se vi sia, nel sistema del diritto societario, un principio, seppur inespresso, di natura imperativa, che vuole gli azionisti subire sempre per primi e in quanto tali, fino ad azzeramento della loro partecipazione, le perdite o che quantomeno imponga che i titolari di strumenti partecipativi non siano collocati in posizione peggiore degli azionisti (2).

Si pone al contempo una questione di natura contabile: la perdita incide sul patrimonio netto e, secondo le regole contabili usualmente insegnate ed applicate (3), dovrebbe colpire, come scrive il Tribunale, "i diversi strati del netto" secondo "un ordine che tenga conto del grado di facilità con cui la società potrebbe deliberarne la destinazione ai soci", di modo che, essendo che "il capitale ha un grado di indisponibilità maggiore (...) devono essere utilizzate, nell'ordine, prima le riserve facoltative, poi quelle statutarie, indi quelle legali e da ultimo, il capitale sociale".

Sennonché questi due principi possono venire in collisione - e nel caso deciso dal Tribunale di Napoli sono venuti in effetti in collisione - allorché l'applicazione della regola contabile consenta di incidere sul netto costituito dall'apporto lasciando inalterato il capitale. L'effetto è naturalmente neutrale quanto al valore complessivo residuo del pa-

trimonio netto, ma ha effetti (o potrebbe avere effetti) redistributivi della ricchezza (favorendo gli azionisti in danno dei titolari di strumenti finanziari partecipativi) qualora all'iscrizione contabile corrispondesse anche una diminuzione o all'estremo un annullamento delle pretese restitutorie rappresentate dallo strumento partecipativo. Effetto non dissimile si determinerebbe nel caso di conflitto tra capitale e riserva "targata" o "personalizzata", giacché ciò finirebbe per erodere la seconda (con corrispondente erosione di un diritto individuale di un socio) prima che il capitale e quindi tutti i soci, pro quota, vengano incisi.

A me non pare che - per quanto sia evidente una generale tendenza alla progressiva destrutturazione del diritto societario e, così, al progressivo smantellamento dei vincoli organizzativi di natura imperativa che tradizionalmente l'accompagnano - questo esito redistributivo sia conforme al fondamento che ispira l'impresa azionaria. In essa infatti il principio che l'azionista (e in caso di più categorie di azionisti, quello ordinario) sia e debba essere il *residual claimant* e come tale debba essere chiamato per primo a sopportare le perdite (e a conseguire per ultimo l'eventuale supero netto di liquidazione) e possa al più concorrere *pari passu* alle perdite con altri portatori di interesse ma mai postergarsi ad essi mi pare continui ad essere un vincolo imperativo. Quel principio non aveva motivo di entrare in conflitto con quello di natura contabile in relazione al modo di incidenza delle perdite sui vari "strati" del netto fino a che il netto fosse tutto attribuibile pro quota agli azionisti, in proporzione alla loro partecipazione al capitale, e non vi fosse concorso sul netto di altri portatori di interessi. Ma una volta che questo concorso si è creato, si rende necessario comprendere se vi è un modo per far coesistere i due sistemi di regole senza determinare inaccettabili effetti redistributivi e sovvertire la c.d. "*absolute priority rule*" riconosciuta anche in sede fallimentare.

(1) Si pensi al socio che abbia effettuato versamenti a fronte dei quali è stata costituita una riserva personalizzata o targata secondo il noto insegnamento di Cass. 24 luglio 2007, n. 16393, in questa *Rivista*, 2009, 453, con nota di Teresa Leone.

(2) Sia consentito sul punto rinviare al mio, ormai risalente,

Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 535.

(3) V. per tutti Cass. 2 aprile 2007, n. 8221, in *Giur. comm.*, 2008 II, 983.

A ben vedere se ne ha recente dimostrazione nel settore bancario, agli artt. 28 e 52 del D.Lgs. n. 180 del 16 novembre 2015 in tema di risoluzione degli enti creditizi, che prevedono la riduzione *pari passu* delle riserve, le azioni e gli altri strumenti finanziari computabili nel capitale primario di classe (tra i quali quelli irredimibili che presentino le caratteristiche previste dal Reg. UE n. 575/2013 per potersi computare a tale fine).

Non vi è dubbio che questi conflitti si originano in casi limite (normalmente, in altri termini, è del tutto irrilevante, a fini redistributivi, se la perdita incida sulle riserve o sulla voce capitale, giacché in entrambi i casi i soci, se hanno contribuito alla formazione del netto in proporzione alla partecipazione al capitale e non concorrono con titolari di strumenti finanziari partecipativi i cui apporti abbiano dato luogo ad una riserva statutaria, ne risentono secondo un principio di uguaglianza e dunque in proporzione alla propria partecipazione): e tuttavia i principi fondamentali si misurano spesso, se non sempre, proprio in relazione ai casi limite.

Una tesi - assai raffinata - recentemente avanzata (4) ritiene di poter far coesistere i due criteri, osservando che, nel caso degli strumenti finanziari partecipativi, anche se la perdita erode, anche per intero, la riserva del netto costituita dai rispettivi apporti, ciò non di meno i diritti rappresentati dagli strumenti rimangono pienamente validi ed efficaci nel rapporto con la società. Essi danno così diritto ad un rimborso, se così previsto dalla disciplina dello strumento finanziario partecipativo, all'esito della liquidazione della società con preferenza rispetto all'attribuzione dell'eventuale supero netto di liquidazione ai soci. Il caso sottoposto all'esame del Tribunale sembra tuttavia evidenziare come quella intelligente proposta di soluzione non riesca, forse, a neutralizzare per intero i rischi di conflitto tra i due criteri. In questo caso, infatti, l'erosione della riserva costituita a fronte dell'apporto rappresentato dagli strumenti finanziari impedisce la conversione degli stessi in capitale e al tempo stesso consente, per il cuscinetto patrimoniale che essa offre a far scudo alle perdite di periodo, agli azionisti di rimanere indenni dalle perdite e cioè non subire né l'azzeramento del capitale né proprio alcun

effetto diluitivo della partecipazione. Esempio più icastico di perverso effetto redistributivo e di scavalcamento nella partecipazione alle perdite da parte degli azionisti non poteva aversi, mi sembra di poter dire. Effetti analoghi, del resto, si determinerebbero anche nel caso delle riserve targate (non proporzionali alla partecipazione dei soci al capitale).

A me non pare che una regola contabile sull'ordine successivo in cui gli strati del netto vengono incisi dalle perdite pensata in relazione all'ipotesi tipica in cui gli azionisti partecipano nella stessa proporzione al netto e al capitale possa essere utilizzata per generare effetti espropriativi della ricchezza; né mi pare che si possa ritenere che sussista un implicito e valido consenso a questi effetti redistributivi nel mero fatto di aver accettato di effettuare un versamento imputato a riserva "personalizzata" invece che direttamente a capitale o nell'aver sottoscritto uno strumento finanziario partecipativo il cui apporto vada iscritto a patrimonio netto: mi pare infatti, da un lato, che la vicenda decisa dal Tribunale di Napoli ben evidenzia come il titolare dello strumento finanziario partecipativo non si era prefigurato affatto questo rischio, sicché nessun consenso implicito avrebbe prestato al prodursi di questo effetto; dall'altro lato che lo scavalcamento nella partecipazione alle perdite da parte del socio e in danno di altri portatori di interesse non trovi adeguata ragione giustificativa, né sul piano della giustizia né sul piano dell'efficienza. E anche nel caso delle riserve "targate" (5) - dove pur l'argomento dello scavalcamento non si pone negli stessi termini, giacché sempre di soci si tratta - a ben vedere il principio finisce per creare due categorie di soci, giacché è il socio che ha costituito la riserva "targata" che corre le prime perdite da solo, facendo partecipare gli altri soci, pro quota in ragione del capitale da ciascuno sottoscritto, soltanto a quelle in ipotesi non coperte dal suo apporto. E ciò benché tale apporto sia stato, come normalmente avviene, successivo e in genere effettuato con l'aspettativa opposta, che cioè al verificarsi di ulteriori perdite, il capitale viene eroso e la riserva targata convertita in capitale, con i conseguenti effetti sul piano degli assetti proprietari della società.

(4) L. Stanghellini, *Commento all'art. 2446, Codice della s.p.a.*, a cura di Abbadessa - Portale, Milano, 2016, 2718.

(5) Sulle quali d'obbligo naturalmente è il rinvio al pionieristico lavoro di Giuseppe Portale, *Appunti in tema di "versamen-*

ti in conto futuri aumenti di capitale" eseguiti da un solo socio, in *Vita not.*, 1994, 587 che ha dato l'avvio ad un'analisi assai approfondita del tema dal parte della successiva dottrina, anche recente.

La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni di Marco Palmieri (*)

L'ordinanza in esame affronta i temi della partecipazione alle perdite di strumenti emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c. che siano destinati a divenire azioni in forza della loro obbligatoria conversione, nonché quello della iscrizione delle somme così apportate in un'apposita riserva statutaria a servizio del previsto aumento di capitale: il provvedimento permette, quindi, di approfondire, anche da un punto di vista contabile, la duplice partecipazione al rischio di impresa che caratterizza simili ibridi finanziari.

I fatti di causa e le questioni affrontate dall'ordinanza in commento

Il provvedimento esaminato risponde all'esigenza cautelare di sterilizzare l'efficacia di una delibera assunta dal c.d.a. di una S.p.a. avente ad oggetto l'attuazione della conversione in azioni ordinarie degli strumenti finanziari partecipativi emessi a favore dei soci, impugnata da un azionista di minoranza che aveva visto in questo modo ridotta la propria quota sociale.

L'impugnazione poggia sul fatto che i conferimenti effettuati dall'unico sottoscrittore degli ibridi erano stati racchiusi in un'apposita "riserva apporti strumenti finanziari" - costituita statutariamente al momento dell'emissione e contestualmente al relativo aumento di capitale - che al tempo dell'esercizio del diritto di conversione risultava del tutto erosa, a causa delle consistenti perdite nel frattempo intervenute. Pur essendo consapevole del possibile annullamento di tale riserva e pur nutrendo dubbi sulla legittimità delle richieste di conversione avanzata nel frattempo avanzata al punto di chiedere l'acquisizione di un parere legale in merito, l'organo amministrativo aveva ritenuto, comunque, di dover prendere atto della richiesta di conversio-

ne e, pertanto, aveva assunto i provvedimenti conseguenti a mezzo della delibera impugnata.

A fronte dell'acquisizione del parere legale sollecitato dal presidente del c.d.a., nel quale si evidenziava come fosse necessario assoggettare la riserva costituita all'assorbimento delle perdite della società prima di procedere all'eventuale "capitalizzazione" degli strumenti emessi, il socio di minoranza ha quindi impugnato la delibera assunta dall'organo amministrativo, chiedendone la sospensione ed ottenendola a mezzo del provvedimento in commento (1).

La partecipazione al rischio di impresa degli strumenti finanziari

A mezzo della riforma del diritto societario del 2003 il Legislatore - sull'onda anche delle esperienze estere (2) - ha preso atto della necessità già emersa nella prassi del mercato di andare oltre le rigide categorie dell'azione e dell'obbligazione come canali di finanziamento fondati sull'emissione di una pluralità di titoli di credito (3).

Oltre a "consentire l'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi", la previsione di cui

(*) Il contributo è stato sottoposto, in forma anonima, alla valutazione di un referee.

(1) Si segnala che il medesimo provvedimento è stato commentato in *Notariato*, 2016, III, 268 ss., con nota di G. D'Attorre, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, 268 ss.

(2) Per una panoramica v., ex multis, M. Cian, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, 36 ss.; P. Grosso, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in Ambrosini (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 132 s.; C. Cincotti, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belges e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 221 ss.; L. Enriques, *Quantum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 166 ss.

(3) Per un'analisi dell'evoluzione dell'ordinamento italiano v., ex multis, M. Lamandini, *Struttura finanziaria e governo nelle*

società di capitali, Bologna, 2001, 57 ss.; N. Abriani, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 136 ss.; P. Grosso, cit., 130 ss.; G. Giannelli, *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in Santoro (a cura di), *La nuova disciplina della società responsabilità limitata*, Milano, 2003, 276 ss.; M. Cian, cit., 1 ss.; G. Olivieri, *Investimenti e finanziamenti nelle società di capitali*, Torino, 2008, 10 ss.; M. Onza, *L'apporto di opera e servizi nelle società di capitali*, Padova, 2008, 5 ss. L'ampiezza delle soluzioni che è stata così permessa dal legislatore è efficacemente riassunta da N. Abriani, *Introduzione alla struttura finanziaria delle s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino - Bonfante - Cagnasso - Montalenti, Bologna, 2009, 10. Evidenziano la molteplicità delle sfaccettature assunte ad oggi dagli strumenti anche A. Busani - M. Sagliocca, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi*, in questa *Rivista*, 2012, 1193.

all'art. 2346, comma 6, c.c. risponde, infatti, all'esigenza di permettere il ricorso al c.d. quasi-equity, ossia a finanziamenti resi da terzi che accettino di sottoporre al rischio di impresa non solo il diritto al pagamento degli interessi (come ora previsto specificatamente anche per le obbligazioni dall'art. 2411, comma 2, c.c. in forza del collegamento a parametri oggettivi) (4), ma anche quello alla restituzione delle somme investite a scadenza, analogamente a quanto avviene per gli azionisti (5) (sacrifici che possono trovare bilanciamento nell'eventuale riconoscimento di limitati diritti amministrativi ai sensi dell'art. 2351, comma 5, c.c.). Il punto appare pacifico anche nell'ordinanza in commento, ove si afferma che "Proprio il rinvio all'autonomia privata non può che significare dar rilievo alla causa concreta degli apporti, che potrà oscillare tra una funzione di natura tipicamente finanziaria (alla stregua di forme di partecipazione che si collochino nell'ambito del più ampio genus del capitale di debito) ed una più vicina a quella tipica dei conferimenti (il c.d. capitale di rischio)".

A differenza delle incertezze sofferte dai soci, il diritto formale dei possessori degli strumenti di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. alla remunerazione dell'investimento non appare, però, mai ipotetico: gli azionisti ottengono, infatti, il diritto al percepimento dei dividendi solo a seguito dell'assunzione

della relativa delibera, mentre i portatori degli strumenti finanziari godono - almeno in astratto - del diritto economico alla remunerazione (nelle possibili diverse forme di interesse sul capitale calcolato in percentuale fissa o variabile, in quest'ultimo caso eventualmente collegato a un indice indipendente o connesso all'andamento sociale, quale può essere la partecipazione agli utili conseguiti) sin dal momento dell'emissione (6).

Le differenze fra le due categorie di titoli attengono anche al diritto alla restituzione dell'investimento: se gli azionisti si vedono riconosciuto il diritto all'eventuale residuo di liquidazione ai sensi degli artt. 2493 e 2494 c.c., è altrettanto certo che i portatori degli strumenti finanziari partecipativi possono maturare il diritto a fronte di una scadenza dei titoli antecedente la messa in stato di liquidazione della società e, comunque, anche in quest'ultimo caso debbono essere premessi nel soddisfacimento del loro diritto alla restituzione dell'investimento, in quanto la loro posizione non è paragonabile a quella soci (7).

Pur a fronte di tali distinzioni formali è evidente, tuttavia, che il diretto condizionamento dei diritti economici dei portatori degli strumenti finanziari ex art. 2346 c.c. all'andamento del rischio di impresa sfuma moltissimo le differenze con gli azionisti, intesi quali *residual claimant* (8). Il collegamen-

(4) Per un'analisi v., *ex multis*, A. Giannelli, *Commento all'art. 2411*, in Notari - Bianchi (a cura di), *Obbligazioni. Bilancio*, in Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, 52 ss.; N. Ciocca, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 403 ss.; prima della riforma rispetto ai titoli emessi dagli istituti di credito v. D. Galletti, "Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, 268.

(5) La sottoposizione dei diritti economici all'andamento di impresa è l'elemento che caratterizza la partecipatività degli strumenti per buona parte della dottrina, anche se non mancano Autori che sostengono che il carattere partecipativo non debba essere legato al rischio di impresa, bensì all'attribuzione di diritti amministrativi. Nel primo senso v., *ex multis*, R. Costi, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in Abbadessa - Portale (a cura di), *Il nuovo diritto delle società* Liber Amicorum G.F. Campobasso, Torino, 2007, I, 729 ss.; L. Enriques, cit., 178; G. Mignone, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° co. dell'art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino - Bonfante - Cagnasso - Montalenti, Bologna, 2009, 313; G. Giannelli, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, in Gitti - Maugeri - Notari (a cura di), *I contratti per l'impresa*, Bologna, 2012, II, 352; nel secondo v. M. Cian, cit., 10 ss. e 27 ss., nonché, ancorché in posizione intermedia M. Notari - A. Giannelli, *Commento all'art. 2346 c.c.*, in Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Azioni, Milano, 2008, 54 s. e 81 ss., che evidenziano come il concetto di partecipatività debba essere valutato alla dei diritti economico-amministrativi attribuiti dai titoli rispetto a quelli che sono garantiti dalla partecipazione sociale.

(6) Per un'analisi delle dinamiche della partecipazione eco-

nomica degli azionisti nel senso di interesse economico, pretesa e credito rispetto al dividendo e alla quota del residuo attivo di liquidazione, si rinvia a M. Palmieri, *La partecipazione esterna alle società di capitali*, Milano, 2015, 81 ss. In merito alla necessità di considerare - anche contabilmente - il diritto economico degli associati in partecipazione che contribuiscono a ricapitalizzare una banca quale un debito dell'istituto nei loro confronti, v. G.E. Colombo, *Associazione in partecipazione, prestiti subordinati ed iscrizione in bilancio*, in Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti al ricorso al mercato*, Milano, 1983, 430 s.

(7) Secondo parte della dottrina essi sono, infatti, degli associati in partecipazione: sul punto v., *ex multis*, G. Mignone, *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. Società*, 2006, 1030 ss.; M. Onza, cit., 60; E. Sorci, *Contributo allo studio della fattispecie "strumento finanziario partecipativo"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 431 ss.; P. Spada, *La provvista finanziaria tra destinazione ed attribuzione*, in *Il diritto delle società oggi*, diretto da Benazzo - Cera - Patriarca, Torino, 2011, 14.

(8) A tal proposito si domanda se questi strumenti diano luogo a uno "sdoppiamento" della figura del socio di società per azioni A. Blandini, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in Montagnani (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 5. Sul punto cfr. G. Oppo, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in Abbadessa - Portale (a cura di), *Il nuovo diritto delle società* Liber Amicorum G.F. Campobasso, Torino, 2007, I, 716, che pur evidenziando i notevoli dubbi circa la disciplina delle azioni e degli strumenti finanziari afferma che "Certo, è essenziale l'apporto e in qualche misura la partecipazione al rischio, ma per il resto la possibile diversità delle partecipazioni è radicale". Sul punto v. M. Lamandini, *Autono-*

to al rischio di impresa può, infatti, ridurre o, addirittura, azzerare, in concreto, il diritto dei portatori di strumenti finanziari sia alla corresponsione di interessi, sia alla restituzione del capitale.

Questa caratteristica rende il rischio dei portatori di strumenti finanziari partecipativi non diverso da quello sofferto dai possessori di titoli di debito irredimibili, che pur essendo premessi agli azionisti nella gerarchia al soddisfacimento sul patrimonio sociale al momento della liquidazione in quanto creditori della società, possono, di fatto, non ricevere nulla al pari dei soci quando l'attivo non sia sufficiente a coprire le loro pretese alla restituzione delle somme prestate (9); al contrario di questi, tuttavia, i possessori degli strumenti finanziari partecipativi possono soffrire il risultato negativo anche prima della liquidazione della società, dato che, a fronte dell'autonomia concessa dall'art. 2346, comma 6, c.c., è possibile condizionare la restituzione del prestito a parametri circa l'andamento dell'impresa sociale. Questa caratteristica può condurre in concreto a far gravare le perdite derivanti dalla gestione sui soli possessori degli strumenti finanziari partecipativi e non, invece, sui soci, quando l'andamento negativo sia tale da non produrre perdite che richiedono una riduzione del capitale sociale ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c. (articoli richiamati nella stessa ordinanza in commento quali norme volte ad "assicurare il rispetto del principio della corrispondenza fra capitale nominale e capitale reale") (10). Una simile esposizione al rischio economico mette, dunque, in di-

scussione la comune percezione degli azionisti quali principali assuntori del rischio dell'impresa societaria, dato che i possessori degli strumenti finanziari possono, di fatto, farsene carico prima dei soci.

Nel caso in esame, il collegamento del diritto alla restituzione del capitale investito ai risultati gestionali dell'emittente e l'anteposizione del rischio sofferto dai possessori degli strumenti finanziari partecipativi rispetto a quello gravante sui soci trova conferma nella decisione, assunta a mezzo della delibera straordinaria di emissione dei titoli e contestuale aumento di capitale, di costituire una riserva statutaria (denominata "riserva apporti strumenti finanziari") in cui iscrivere l'importo delle somme ricevute al fine di verificare l'incidenza sulle stesse di eventuali perdite e, quindi, la consistenza residua al momento dell'effettiva conversione degli strumenti in azioni. Al tempo stesso, però, va evidenziato che la collocazione degli apporti all'interno del patrimonio netto può porre dei dubbi sull'inquadramento degli stessi quale capitale di debito partecipativo al rischio di impresa nei termini sopravveduti: sul punto si tornerà a breve.

L'obbligatoria conversione in azioni degli strumenti

Benché il Tribunale di Napoli non approfondisca il punto, limitandosi a dare per scontata la possibilità di convertire in azioni gli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. in forza dell'autonomia concessa dalla norma, va rilevato che una analoga

mia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, 520 ss., che evidenzia la necessità di individuare dei "vincoli di sistema", che l'A. individua nella natura libera dell'apporto e nel divieto di esercizio del voto nell'assemblea generale. In merito la letteratura è ampia: v., ex multis, A. Paciello, *La struttura finanziaria delle società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 162 ss.; M. Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili della disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, 542 ss.; U. Tombari, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Riv. Società*, 2004, 1096; M.S. Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2003, 216; M. Miola, *Gli strumenti finanziari nelle società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 433 ss.; M. Cian, cit., 32 ss.; D. Scano, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in Demuro (a cura di), *Le operazioni di finanziamento alle imprese*, Torino, 2010, 380 ss.; A. Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nelle s.p.a.*, Milano, 2012, 93 ss.

(9) Questa caratteristica induce G.B. Portale, "Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili", in *Banca, borsa, tit. cred.*, 8 s., a classificarli quale "prestazione di rischio", in quanto accomunabili all'associazione in partecipazione. Sul punto v. anche M. Lamandini, *Struttura finanziaria*, 146 s. In senso analogo si espri-

me la dottrina contabile: "Gli strumenti finanziari si qualificano come capitale di prestito quando la pretesa restitutoria del capitale è certa o solo patologicamente eventuale. Mentre rientrano nel capitale di rischio nel caso in cui la pretesa è irredimibile ed è fisiologicamente eventuale": così M. Turco, *Aspetti giuridici e contabili degli strumenti finanziari partecipativi*, in *Quad. riv. rag. econ. Az.*, n. 34/2005, 15. Sull'impossibilità di classificarli come titoli di credito in quanto "manca la fondamentale caratteristica del mutuo, consistente nella restituzione", v. G. Mignone, *Commento all'art. 2346, 6° comma*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino - Bonfante - Cagnasso - Montalenti, Bologna, 2004, I, 240; sul punto anche N. Ciocca, cit., 293. A favore dell'applicazione a questi titoli stessi della disciplina codicistica delle obbligazioni in forza dell'art. 2411, comma 3, c.c. v. A. Giannelli, *Commento all'art. 2411*, cit., 83 s.; sul punto cfr. anche E. Sorci, cit., 437 ss.

(10) Questa ipotesi appare allinearsi alla logica che sorregge i finanziamenti destinati a uno specifico affare disciplinati dall'art. 2447 *decies* c.c., che possono prevedere che per il rimborso, anche totale, degli stessi siano destinati esclusivamente i proventi dell'affare stesso. Sul punto v. L. A. Bianchi, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società di capitali*, a cura di Benazzo - Patriarca - Presti, *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, 2003, 93; da un punto di vista contabile v. M. Turco, *Aspetti giuridici e contabili degli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 16.

forma di esposizione al rischio di impresa non è prevista espressamente dal Legislatore, a differenza di quanto disciplinato per le obbligazioni in forza degli artt. 2420 *bis* ss. c.c. (11).

La convertibilità di queste ultime si basa sulla contestualità dell'emissione dei titoli e dell'aumento del capitale sociale deliberati dall'assemblea straordinaria sulla base del rapporto di cambio stabilito, così come previsto dal comma 2 dell'art. 2420 *bis* c.c. Sulla base di queste delibere gli obbligazionisti possono, quindi, convertire le obbligazioni e vedersi consegnati le azioni nel mese successivo allo scadere del semestre in cui è avvenuta la richiesta di conversione, così perfezionando l'aumento di capitale corrispondente ai sensi del comma 3 dell'art. 2420 *bis* c.c. (in concreto le somme di cui la società è debitrice nei confronti dell'obbligazionista vengono utilizzate per la sottoscrizione delle azioni convertite) (12). Una procedura sostanzialmente equivalente sembra essere replicata nel caso esaminato dal Tribunale partenopeo, dato che la delibera di emissione aveva deciso, oltre all'emissione dei titoli, il contestuale aumento del capitale sociale.

Va ricordato, tuttavia, che la disciplina delle obbligazioni convertibili prevede che il rapporto di cambio fissato al momento dell'emissione sia un elemento tendenzialmente rigido: l'art. 2420 *bis*, comma 5, c.c. dispone, infatti, che solo nei casi di aumento del capitale mediante imputazione di riserve e di riduzione dello stesso per perdite esso venga modificato in proporzione alla variazione subita dal capitale sociale. La soluzione espressa dal Legislatore

trova la sua *ratio* nel fatto che le obbligazioni convertibili - come anticipato - possono sottoporre al rischio di impresa solamente il pagamento degli interessi, mentre non possono mettere in discussione il diritto alla restituzione del capitale investito (al massimo lo possono postergare rispetto a quello di altri creditori ex art. 2411, comma 1, c.c.) (13), se non, per l'appunto, in relazione al rapporto di cambio con le azioni corrispondenti, ove le stesse siano diminuite per numero e/o per valore (14). I possessori delle obbligazioni convertibili vedono, quindi, solo potenzialmente anticipati gli effetti della propria partecipazione al rischio di impresa, dato che essi possono decidere di non divenire azionisti della società qualora le perdite accumulate, incidendo sul capitale, rendano preferibile rimanere dei meri creditori sociali. Questa conclusione appare soffrire una rilevante eccezione quando le obbligazioni siano emesse con la clausola che impone la loro conversione in azioni (che sembrerebbe adottabile a fronte dell'autonomia concessa dal comma 1 dell'art. 2420 *bis* c.c., che permette di stabilire a mezzo della delibera dell'assemblea straordinaria, oltre al rapporto di cambio, "il periodo e le modalità della conversione"), previsione che sembra in parte accumulare tali titoli alle cc.dd. *reverse convertible*, che associano implicitamente al titolo un'opzione *put* a favore dell'emittente avente ad oggetto titoli propri o altrui.

Benché possa essere oggetto di discussione se questi titoli possano poter fatti rientrare nell'alveo proprio delle obbligazioni (15), è comunque evidente

(11) La possibilità della conversione in azioni degli strumenti finanziari partecipativi è però prevista nella relazione al D.Lgs. in merito alla disciplina dei conferimenti al par. 4.

(12) Si noti, peraltro, che, ai sensi dell'art. 2341 c.c. le somme percepite dalla società per l'emissione di azioni ad un prezzo superiore al loro valore nominale, anche in conseguenza di una conversione delle obbligazioni, debbono essere apposte a riserva e non possono essere distribuite fino a che la riserva legale non abbia raggiunto il limite del quinto del capitale sociale stabilito dall'art. 2430 c.c. Come conferma l'O.I.C., *Principio contabile 19, I debiti*, agosto 2014, 24 ss., in ogni caso le obbligazioni convertibili debbono essere iscritti e per il loro valore nella seconda voce dello stato patrimoniale alla lettera "D) Debiti": alla scadenza del diritto di conversione "la parte di obbligazioni per le quali è stato esercitato il diritto di opzione è stornata dal debito per obbligazioni convertibili (voce D2) e rilevato come capitale sociale per l'ammontare corrispondente al valore nominale delle azioni emesse".

(13) Evidenziano la necessità che la subordinazione non sia genericamente rivolta al soddisfacimento di tutti gli altri creditori sociali al fine di non creare dei titoli irredimibili A. Giannelli, *Commento all'art. 2411*, cit., 43; N. Ciocca, cit., 467.

(14) L'equilibrio così imposto dal Legislatore provvede a evitare lo svuotamento del "significato economico" secondo R. Cavallo Borgia, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, 126 ss.; in senso analogo, *ex multis*, G.F. Campobasso, *Le obbligazioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1988, 466

s.; E. Miraglia, *Conversione anticipata delle obbligazioni*, in questa *Rivista*, 2004, 428; L. Calvosa, *Commento all'art. 2420-bis*, in Niccolini - Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, II, 965; A. Giannelli, *Commento all'art. 2420-bis*, in Notari - Bianchi (a cura di), *Obbligazioni. Bilancio*, in Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, 280; S. Luoni, *Le obbligazioni convertibili*, in Cottino - Sarale (a cura di), *Società per azioni. Costituzione finanziamento*, in *N. giur. sist. civ. comm. Bigiavi*, Torino, 2013, 671 s. Parte minoritaria della dottrina ha sostenuto, tuttavia, l'opposta tesi che la norma dovrebbe essere intesa quale un obbligo di mantenere inalterata la misura della partecipazione dell'obbligazionista in caso di perdite, v. G. Ferri, *La riforma delle società per azioni secondo la legge 7 giugno 1974, n. 216, e i decreti legislativi 31 marzo 1975, nn. 136, 137 e 138*, Torino, 1976, 24 s.; G. Valcavi, *Modifica del rapporto di cambio delle obbligazioni convertibili e riduzione per perdite del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, 425 ss.; Id., *Sul problema concernente la modifica del rapporto di cambio nella conversione delle obbligazioni convertibili in azioni dopo la riduzione del capitale sociale per perdite ai sensi dell'art. 2420 bis, comma 6, cod. civ.*, in *Dir. fall.*, 2001, 102 ss.

(15) Dato che potrebbe considerarsi venir meno l'obbligo di restituzione che caratterizza la causa di mutuo che fonda l'emissione dei titoli: v., però, N. Ciocca, cit., 403 s., che evidenzia la possibilità dell'emissione di obbligazioni sotto la pari per porre in dubbio l'esistenza di un simile dovere. A favore di un

che, se si considera applicabile anche alle obbligazioni c.d. convertendo il principio di tendenziale rigidità del rapporto di cambio a tutela dell'interesse tanto degli obbligazionisti quanto degli azionisti (16), si impedisce al creditore la possibilità di evitare la perdita connessa alla riduzione del capitale. Ciò rende, di fatto, il rischio economico sofferto dai possessori di questi titoli analogo a quello che incombe sui portatori di strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6, c.c., che espongono il diritto alla restituzione delle somme investite al rischio di impresa.

Va evidenziata, tuttavia, l'esistenza di una differenza fra le fattispecie: solamente le perdite che intaccano il capitale sociale possono incidere sul valore delle obbligazioni convertendo (dato che incide sul rapporto di cambio con le azioni attribuendo al momento dell'emissione), mentre nel caso degli strumenti finanziari partecipativi la riduzione o la perdita delle somme investite può realizzarsi - come visto - a prescindere da un simile risultato. Si può, quindi, affermare che solo i possessori di obbligazioni convertendo subiscono un rischio parallelo a quello degli azionisti, mentre ciò non è vero per i possessori degli strumenti finanziari, i quali possono vedere azzerato il proprio diritto economico a fronte di un andamento gestionale negativo (17).

Nel caso degli strumenti finanziari oggetto dell'ordinanza in commento le incertezze economiche descritte sembrano sovrapporsi dato che, come visto, non solo gli strumenti sono resi pienamente partecipativi al rischio di impresa relativamente al diritto alla restituzione del capitale, ma anche perché tale diritto viene posto sullo stesso piano di quello dei soci a fronte dell'obbligatoria conversione dei titoli in azioni.

Alla luce della disciplina delle obbligazioni convertibili, ci si potrebbe domandare se, a fronte dell'aumento di capitale deliberato contestualmente all'emissione degli strumenti finanziari, la procedura di trasformazione di questi ultimi in azioni non avrebbe dovuto tenere conto anche del principio di tendenziale rigidità del tasso di cambio, che, invece,

sembrerebbe violato nel caso in esame, dato che le perdite gestionali hanno investito solo la riserva costituita e non il capitale, secondo l'ordine di agredibilità degli "strati del netto" affermato dal Giudice partenopeo (sulla base - apparentemente - del loro grado di disponibilità, di cui si dirà fra poco). Da questo punto di vista si potrebbe, infatti, ritenere che questa soluzione non solo abbia violato la parità di trattamento fra il possessore degli strumenti finanziari e gli azionisti, ma che abbia addirittura costretto il primo a subire la perdita al posto dei secondi, in questo modo sovvertendo apparentemente il principio che vorrebbe i soci quali i *residual claimant* del patrimonio sociale.

In realtà, il problema evidenziato è solo apparente, perché le due variabili economiche che contraddistinguono gli strumenti finanziari partecipativi emessi non risultano destinate a operare congiuntamente: la partecipatività degli apporti finanziari al rischio di impresa produce i propri effetti anteriormente alla loro conversione in azioni, in modo che il credito può ridursi, sino a estinguersi, prima di divenire effettivo capitale rischio in forza dell'obbligatoria conversione. Il punto pare essere colto dal Tribunale, che all'interno dell'ordinanza afferma che "Nella fattispecie le norme contenute nello Statuto D. S.p.a. stabiliscono il diritto alla conversione degli SFP, in maniera tale da trasformarli in capitale di rischio, sulla base della situazione patrimoniale al momento dell'esercizio di quel diritto o, al più tardi, allo spirare del termine ultimo per il suo automatico verificarsi". Peraltro, sembra proprio che su tale passaggio logico si fondi l'accoglimento della domanda cautelare, così come si evince da una delle valutazioni conclusive della stessa, in cui il Tribunale ribadisce che "Nella circostanza lo Statuto D. S.p.a. prevede, in coerenza, che la conversione (recte: la capitalizzazione) degli SFP non potrà prescindere dall'accertamento della consistenza della riserva (statutaria) apposita".

inquadramento dei titoli cc.dd. *reverse convertible* (intesi convertibili in azioni a scelta dell'emittente o quando previsto contrattualmente) non quali obbligazioni, bensì quali strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c., G. Mignone, *Gli strumenti finanziari*, cit., 331.

(16) In senso dubitativo, in particolare per le emissioni che danno il diritto di consegnare titoli di altro emittente, v. L. Calvosa, cit., 965; A. Giannelli, *Commento all'art. 2420-bis*, cit., 266.

(17) Conferma indiretta di questo dato si rileva in G.E. Colombo, *Associazione in partecipazione*, cit., 433, ove, in merito

al tema di quali perdite considerare per valutare la riduzione del diritto di credito dell'associato nei confronti della società associante, l'A. così si esprime "Ritengo infatti che la riduzione del debito di restituzione verso gli associati debba operarsi in proporzione alle perdite subite nell'esercizio, indipendentemente dal fatto che esse conducano ad una perdita 'globale' o 'di bilancio'". Se così è, allora, considerando gli strumenti ex art. 2346, comma 6, c.c. quali una "declinazione" del contratto di associazione in partecipazione, si deve ritenere che gli stessi scontino le perdite "di esercizio", a prescindere dal fatto che una simile perdita produca effetti sul bilancio.

L'iscrizione degli apporti nella "riserva apporti strumenti finanziari" e i suoi riflessi sulla qualificazione dei titoli emessi resa nell'ordinanza

Le valutazioni a cui sembra giungere anche il Tribunale di Napoli in merito alla classificazione dei titoli quali capitale di debito esposto al pericolo di dover assorbire le perdite e necessariamente destinato - per quanto possibile - a trasformarsi in azioni, possono far sorgere degli interrogativi sulla decisione assunta dall'assemblea straordinaria di iscrivere gli apporti all'interno di una riserva statutaria (di capitale) (18) c.d. "targata" (19). Concentrando l'attenzione sul primo rischio sofferto dagli strumenti si potrebbe sostenere, infatti, che gli stessi

dovrebbero essere iscritti al passivo c.d. reale dello stato patrimoniale alla voce "D.5 Debiti verso altri finanziatori", oppure alla voce "D.3 debiti verso soci per finanziamenti", se si considera che gli stessi sono stati offerti ai soci e sottoscritti solo da uno di loro (20).

Tuttavia, prendendo in considerazione la seconda incertezza scontata dagli strumenti e valutando, quindi, gli apporti eventualmente non assorbiti dalle perdite come un capitale sociale in fieri in forza della loro obbligatoria conversione in azioni (similmente a quanto previsto per i "versamenti in conto futuro aumento di capitale" (21) effettuati dai soci) (22), si può ritenere corretta la decisione

(18) Secondo la scienza contabile si possono distinguere, infatti, le riserve di utili da quelle di capitale: le prime traggono origine dal mancato impiego degli utili d'esercizio, le seconde, invece, rappresentano "le quote di patrimonio netto che derivano, per esempio, da ulteriori apporti dei soci, dalla conversione di obbligazioni in azioni, dalle rivalutazioni monetarie e dalla rinuncia di crediti da parte dei soci": così l'O.I.C., *Principio contabile 28, Il patrimonio netto*, agosto 2014, 5. Nel caso in esame l'iscrizione degli apporti a riserva di capitale pare giustificata anche dal fatto che gli strumenti erano sottoscrivibili dai soli soci; peraltro la conversione obbligatoria in azioni aggira il problema della restituzione degli stessi e dell'eventuale applicabilità all'operazione in esame del principio della postergazione dei finanziamenti effettuati dai quotisti a favore della S.r.l. racchiuso nell'art. 2467 c.c., principio che parte della dottrina intende esteso a favore di tutte le società di capitali. Sul punto v. M. Maugeri, *Il "quasi-capitale" negli indirizzi giurisprudenziali*, Milano, 2005, 142 ss., che esclude che la norma vada applicata qualora si tratti di un apporto. Sul punto v. anche U. Tombari, *Apporti spontanei e prestiti dei soci nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto della società*, Liber Amicorum G.F. Cambasso, Torino, 2006, 559 ss.

(19) Ovvero che deve essere ricondotta al socio a favore del quale è stata costituita: il termine è coniato da G.B. Portale, *Appunti in tema di "versamenti in conto futuro aumento di capitale" eseguiti da un solo socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1994, 96. Esso è poi stato ripreso dalla giurisprudenza della S.C.: Cass. 24 luglio 2007, n. 16393, in questa *Rivista*, 2009, 453, con nota di T. Leone: "...i versamenti in discorso, una volta eseguiti, vanno a costituire una riserva non di utili, ma, come usa dirsi, 'di capitale', soggetta, secondo la condivisibile opinione della dottrina prevalente, alla stessa disciplina della riserva da sovrapprezzo, seppure, si precisa, 'personalizzata' o 'targata' in quanto di esclusiva pertinenza dei soci che hanno effettuato i versamenti in relazione all'entità delle somme da ciascuno erogate".

(20) Il punto era già evidenziato da G.B. Portale, *Appunti*, cit., 95 s., in merito ai versamenti in conto futuro aumento di capitale. Analogamente a favore dell'iscrizione al passivo del debito di restituzione dell'apporto dell'associante si era espresso G. E. Colombo, *Associazione in partecipazione*, cit., 431 ss. Più recentemente, in tema di strumenti finanziari, v. A. Maffei Alberti, *Considerazioni introduttive*, in Cian (a cura di) *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 246 s. che, sulla scorta dei principi contabili internazionali evidenzia come "si ha strumento rappresentativo di patrimonio netto quando l'emittente non abbia un'obbligazione contrattuale ad eseguire distribuzioni di patrimonio netto; si ha passività finanziaria, anche a fronte di titoli azionari, quando il

possessore abbia il diritto di chiedere all'emittente rimborso dell'azione per un ammontare fisso o determinabile"; analogamente S. Fortunato, *Riflessioni generali*, in *op. ult. cit.*, 272; G. Racugno, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Riv. Società*, 2004, 571 s., nt. 59; U. Tombari, *Apporti spontanei*, cit., 571 ss.; C. Sottoriva - E. Amorosi, *La rappresentazione degli strumenti finanziari partecipativi nel bilancio di esercizio*, in *Riv. it. Rag. Econ. Az.*, 2012, 3-4, 162.

(21) Questi versamenti vanno, infatti, a comporre "una riserva di capitale avente uno specifico vincolo di destinazione, nella quale sono iscritti i versamenti non restituibili effettuati dai soci in via anticipata, in vista di un futuro aumento di capitale": così la definizione resa dall'O.I.C., *Principio contabile 28*, cit., 7. La distinzione con i meri "versamenti in conto capitale" era già stata evidenziata da Cass. 19 marzo 1996, n. 2314, in questa *Rivista*, 1986, 1267, che sul punto aveva sottolineato la necessità di indagare se i finanziamenti effettuati dai soci fossero fondati sulla causa del mutuo o fossero eseguiti *causa societatis* "ed, in quest'ultimo caso, se il conferimento sia stato o meno condizionato ad un futuro aumento del capitale". In dottrina già P. Ferro Luzzi, *I "versamenti in conto capitale"*, in *Giur. comm.*, 1981, 896; A. Angiello, *Dei versamenti a fondo perduto, in conto capitale e in conto futuro aumento di capitale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1984, 1411 s.; più recentemente M. Maugeri, *Il "quasi-capitale" negli indirizzi giurisprudenziali*, Milano, 2005, 48 ss.; N. Abriani, *Versamenti effettuati da un singolo azionista per un futuro aumento di capitale partecipazione*, in *Riv. dir. imp.*, 2006, 367. Sempre in tema, in particolare in merito al fatto che di questi versamenti se ne possa avvalere unicamente il conferente e non gli altri soci, v. G.B. Portale, *Appunti*, cit., 96; M. Ragno, *Versamenti in conto capitale, versamenti in conto futuro aumento di capitale, prestiti subordinati effettuati dai soci di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2000, 776 s.; L. Tronci, *Le riserve "targate" tra diritto e ragioneria*, in *Riv. Società*, 2012, 1126. La destinazione ad aumento di capitale quale criterio di distinzione rispetto ai semplici "versamenti in conto capitale" è stata indirettamente ribadita più di recente da Cass. 24 luglio 2007, n. 16393, in questa *Rivista*, 2009, 453, con nota di T. Leone, secondo cui "I conferimenti in conto capitale si inseriscono tra gli apporti finanziari o i conferimenti eseguiti, normalmente in società sottocapitalizzate, al di fuori degli schemi giuridico-formali previsti dal codice civile della originaria costituzione delle società per l'aumento del capitale sociale; si traducono in un incremento del solo patrimonio netto della società e non sono imputabili a capitale, salvo che, con apposita delibera assembleare di modifica dell'atto costitutivo, non ne venga disposto successivamente l'utilizzo per un aumento del capitale sociale".

(22) Secondo la massima H.L.2 della Commissione società

di iscriverli contabilmente come una posta del patrimonio netto e non come un debito (23).

Il punto non è oggetto di approfondimento da parte del Tribunale di Napoli, che si limita sostanzialmente a prendere atto dell'esistenza della riserva statutaria e a considerarla quale una posta necessaria per consentire l'assorbimento delle perdite da parte degli strumenti finanziari e per verificarne la consistenza al momento dell'esercizio della conversione (eventualmente a mezzo della redazione di un bilancio infrannuale). Sul punto il Giudice afferma infatti che "...che, proprio al fine di salvaguardare l'esigenza della corrispondenza del capitale reale a quello nominale, la conversione (capitalizzazione) degli SFP non potrebbe mai avvenire al lordo delle perdite subite dalla società.

La previsione statutaria dell'art. 7.2.4. appare coerente con la superiore ricostruzione, laddove (come detto) subordina detta conversione alla verifica della consistenza della riserva (statutaria) degli strumenti partecipativi".

La condivisibilità di tale impostazione sembra, tuttavia, non poter essere estesa alla parte dell'ordinanza in cui il Giudice afferma, sulla base del collocamento dell'apporto nella riserva statutaria, che "le disponibilità delle società devono essere intaccate secondo un ordine che tenga conto del grado di facilità con cui la società potrebbe deliberarne la destinazione ai soci: che il capitale sociale ha un grado di indisponibilità maggiore di quello relativo alla riserva legale, laddove le riserve statutarie e quelle facoltative create dall'assemblea sono libera-

mente disponibili; e che, pertanto, devono essere utilizzate, nell'ordine, prima le riserve facoltative, poi quelle statutarie, indi quelle legali e, da ultimo, il capitale sociale.

Si tratta di una modalità inderogabile, in quanto la sua *ratio* risiede nella circostanza che i diversi strati del netto, poiché sono progressivamente più vincolati a garanzia dei creditori, possono e devono subire le decisioni dei soci di intaccarli nell'ordine sopra indicato, restando preclusa ai soci la possibilità di far gravare le perdite sul netto meno vincolato, sino a quando esistono parti di netto meno vincolate o non vincolate, tant'è che non si potrebbe neppure parlare correttamente di 'perdite di capitale' se non nella misura in cui tali perdite eccedano l'ammontare delle riserve che sono destinate a costituire un presidio avanzato del capitale medesimo" (24).

Da tali passaggi sembrerebbe evincersi, quindi, che il Tribunale consideri le somme apportate dal sottoscrittore degli strumenti finanziari quali un attivo assegnabile liberamente ai soci in forza della loro iscrizione nella riserva statutaria a servizio dell'aumento di capitale e che esso, conseguentemente, possa essere utilizzato anche per assorbire le perdite subite dalla società.

L'ordinanza pare, dunque, sovrapporre il concetto di distribuibilità delle riserve con quello della loro disponibilità, concetti che si rinvencono utilizzati nel codice civile per definire talune riserve - seppur non sempre con la sufficiente precisione - e che l'art. 2427 c.c., al n. 7 bis, impone di esaminare per tutte le poste del netto, chiedendo l'analisi della

del Consiglio Notarile del Triveneto, *"In linea di principio i 'versamenti in conto futuri aumenti di capitale' possono essere effettuati anche da non soci"*: nel caso in esame ciò potrebbe essere formalmente vero, se si considera che il socio non ha apportato le somme in qualità di azionista, ma quale sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi.

(23) Sul punto v., *ex multis*, M. Lamandini, *Autonomia negoziale*, cit., 533; R. Costi, cit., 733; M. Onza, cit., 55.; N. Abriani, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato Cottino*, 2010, IV, 1, 338 ss.

Sulla base del fatto che l'aumento di capitale era già stato deliberato al momento dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, si potrebbe immaginare, in alternativa, di inquadrare la riserva del caso esaminato dall'ordinanza quale una riserva per "versamenti in conto aumento di capitale". Quest'ultima è, infatti, destinata ad accogliere gli importi di capitale sottoscritti dai soci, in ipotesi di aumento di capitale scindibile, quando la procedura di aumento del capitale sia ancora in corso alla data di chiusura del bilancio, secondo l'O.I.C., *Principio contabile 28*, cit., 7. Per un'analisi v. P. Divizia, *Versamenti in conto aumento capitale. Analisi dell'istituto fra regole di bilancio e disciplina societaria*, in *Notariato*, 2012, 191 ss. Tuttavia, come si vedrà meglio a breve, un simile inquadramento non sembra rappresentare appieno il fatto che nel caso *de quo* l'apporto viene racchiuso in ibridi finanziari e sottoposto così al rischio di impresa. Cfr. sul punto Fondazione Aristeia, Documento n. 69, *Profili contabili degli strumenti finanziari ex art.*

2346, comma sesto c.c., gennaio 2007, 10, che esplicitamente suggerisce in questi casi di costituire una *"Riserva per emissione strumenti partecipativi"* (...) *In merito alla tipologia della Riserva, si ritiene che la stessa possa essere equiparata ad una di tipo statutaria"*. Sul punto v. più recentemente C. Sottoriva - E. Amorosi, cit., 163. A sostegno di questa classificazione M. Turco, *Aspetti giuridici e contabili degli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 19, che afferma che "Gli apporti, per il fatto che subiscono comunque l'alea gestionale con riferimento sia ai risultati periodici che all'eventuale liquidazione dell'apporto, possiamo definirli 'apporti aggiuntivi fuori capitale sociale' rientranti nel cosiddetto capitale di rischio allargato".

(24) Il primo principio, avente ad oggetto l'ordine di disponibilità delle riserve è espresso in Cass. 6 novembre 1999, n. 12347, in *Giust. civ.*, 2000, I, 739 ss. Il secondo è contenuto in Cass. 17 novembre 2005, n. 23269, in questa *Rivista*, 2006, 303, s.m., il cui testo è reperibile sul sito internet *www.lesocieta.it*, in cui si affronta il caso di riserve "targate" per legge e la loro partecipazione alle perdite. La Corte afferma, infatti, che "...in termini generali, è certamente vero che le riserve di patrimonio sono destinate a concorrere alla copertura delle perdite, ove queste superino i limiti oltre i quali la legge impone di assumere i provvedimenti indicati dall'art. 2446 c.c., di talché non si potrebbe neppure parlare correttamente di "perdite di capitale" se non nella misura in cui tali perdite eccedano l'ammontare delle riserve che sono destinate a costituire un presidio avanzato del capitale medesimo".

loro “possibilità di utilizzazione e distribuibilità” (25).

Il criterio della disponibilità appare sostanzialmente legato al fatto che la riserva venga costituita o meno per assolvere a uno scopo determinato (tipico esempio è, per l'appunto, la riserva finalizzata all'aumento di capitale o quella per azioni proprie di cui all'art. 2357 *ter*, ultimo comma, c.c.): in quest'ultimo caso la riserva può essere utilizzata solo per il fine per cui è costituita per legge, per previsione statutaria o, comunque, per volontà assembleare. Quando la riserva non ha uno scopo specifico essa è, quindi, disponibile, ma non è scontato che essa sia anche liberamente assegnabile ai soci, come sembrerebbe sostenere il Tribunale partenopeo, né che la stessa possa essere utilizzata per attuare un aumento di capitale (26).

Fra le riserve si può, quindi, distinguere fra quelle che possono essere utilizzate solo per la copertura delle perdite (è il caso della riserva legale *ex* art. 2430 c.c.) (27), quelle che possono essere utilizzate anche per l'aumento del capitale (è il caso della riserva sovrapprezzo azioni, che deve essere costituita quando la riserva legale non ha raggiunto il quinto del capitale sociale ai sensi dell'art. 2431 c.c., oppure quello della riserva da utili netti su cambi, che ai sensi del criterio di valutazione di dell'art. 2426, n. 8 *bis*, prevede che “le attività e passività monetarie in valuta sono iscritte al cambio a pronti alla data di chiusura dell'esercizio; i conseguenti utili o perdite su cambi devono essere imputati al

conto economico e l'eventuale utile netto è accantonato in apposita riserva non distribuibile fino al realizzo”) e, infine, quelle che, oltre a poter assolvere a tali funzioni, possono anche essere assegnate direttamente ai soci, che nella prassi vengono considerate le vere e proprie riserve distribuibili (28) (sono tali, ad esempio, le riserve costituite a fronte della decisione di non ripartire l'utile conseguito nell'esercizio e di portarlo a nuovo) (29).

Nel caso in esame è evidente che la riserva statutaria “targata” non risulta “liberamente disponibil[e]”, in quanto costituita per l'unico scopo (del tutto eventuale in concreto, considerando la partecipazione al rischio di impresa degli strumenti finanziari) di perfezionare l'aumento di capitale a favore del portatore deliberato al momento dell'emissione dei titoli. Questa peculiarità comporta, quindi, che le somme racchiuse nella medesima non siano assegnabili ai soci, neppure sotto forma di aumento di capitale (a meno di non considerare, in astratto, l'ipotesi di una modifica statutaria che elimini la previsione della conversione in azioni degli strumenti con l'accordo del possessore di questi ultimi) (30).

Per quanto attiene all'assorbimento delle perdite da parte di simili riserve, i principi contabili prevedono che debbano essere utilizzate dapprima le riserve disponibili esistenti e, “Se si devono utilizzare anche le riserve vincolate, si dovrà tenere conto del diverso grado di vincolo, ad iniziare da quelle per le quali esso è meno rigido” (31).

(25) La distinzione è evidenziata da G.E. Colombo, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1994, 512; sul punto più recentemente v. M. Arato, *Modificazioni dello statuto e operazioni sul capitale sociale*, in Cagnasso - Panzani (a cura di), *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2010, 1349; P. Balzarini, *Copertura delle perdite di esercizio e distribuzione degli utili successivamente conseguiti*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*, Studi in onore di Giovanni E. Colombo, Torino, 2011, 304; N. de Luca, *Riserve indisponibili, riserve indisponibili e incidenza delle perdite*, in *Riv. Società*, 2013, 65 s.; G. Mucciarelli - G. Strampelli, *L'aumento gratuito di capitale sociale*, in *Riv. Società*, 2014, 310. La differenza è assodata per la scienza contabile: secondo l'O.I.C., *Principio contabile 28, Il patrimonio netto*, agosto 2014, 30, “La nozione di distribuibilità della riserva può non coincidere con quella di disponibilità. Se la disponibilità riguarda la possibilità di utilizzazione della riserva (ad esempio per aumenti gratuiti di capitale), la distribuibilità riguarda invece, la possibilità di erogazione ai soci (ad esempio sotto forma di dividendo) di somme prelevabili in tutto o in parte dalla relativa riserva. Pertanto, disponibilità e distribuibilità possono coesistere o meno; infatti una riserva può essere disponibile per l'aumento di capitale, ma non distribuibile”.

(26) Nulla vieta che, in caso di riserva statutaria, con deliberazione dell'assemblea straordinaria possa procedersi a una “*declassificazione della riserva formatasi in riserva libera*” al fine di attuare l'aumento o renderla comunque distribuibile: così G.A.M. Trimarchi, *L'aumento del capitale sociale*, Milano, 2007, 25. Sul punto v. anche G. Mucciarelli - G. Strampelli, cit., 312;

in precedenza già M. Cera, *Il passaggio delle riserve capitale*, Milano, 1988, 117.

(27) Il punto è pacifico per la dottrina maggioritaria: v., *ex multis*, G.E. Colombo, *Il bilancio di esercizio*, cit., 513; M. Cera, cit., 108; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*, Torino, 2011, 514; M. Arato, cit., 1349 s.; G. Mucciarelli - G. Strampelli, cit., 310 s. Non mancano però autori che optano per una soluzione positiva, che sulla base dell'idea che “con la somma necessaria a coprire il futuro aumento di capitale, si ha in sostanza un debito puramente contabile”: in questi termini M. Rubino de Ritis, *Gli apporti “spontanei” in società di capitali*, Torino, 2002, 134 ss.; in precedenza C. Costa, *Riserva nelle società*, in *Enc. dir.*, Milano, 1989, XL, 1225 ss.; S. Fortunato, *Capitale e bilanci nelle s.p.a.*, in *Riv. Società*, 1991, 159; più recentemente N. de Luca, cit., 482, nota 63. In giurisprudenza v. Trib. Vicenza 10 giugno 1986, in questa *Rivista*, 1996, 171 s.; Trib. Cassino 10 giugno 1992, in *Foro. it.*, 1993, I, 600 ss.; Trib. Bologna 3 dicembre 1995, in questa *Rivista*, 1996, 688 s.

(28) Un'agevole ricostruzione dei gradi di disponibilità è resa negli allegati B e C dall'O.I.C., *Principio contabile 28*, cit., 30 ss.

(29) Il punto è pacifico in dottrina: v. F. Campobasso, *Diritto commerciale*, cit., 684; M. Arato, cit., 2010, 1349; G. Mucciarelli - G. Strampelli, *L'aumento gratuito di capitale sociale*, cit., 313.

(30) V., *supra*, nt. 20.

(31) Come ricorda l'O.I.C., *Principio contabile 28*, cit., 13 s.

Nel caso in esame non è dato sapere se le perdite abbiano effettivamente inciso anche su altre riserve, disponibili e non, oppure se sia stata aggredita per prima la riserva statutaria "targata".

Tuttavia, a differenza di quanto rilevato dal Tribunale di Napoli, il problema di un rispetto dell'ordine di aggredibilità dei "diversi strati del netto" (32) non sembra potersi porre, se si considera che - come già rilevato - i titoli emessi soffrono di una duplice incertezza economica non destinata, però, a produrre i propri effetti contemporaneamente: a causa dell'esposizione essi partecipano, infatti, appieno al rischio di impresa ancor prima della loro conversione in azioni. Questa impostazione porta, dunque, a ricostruire il caso esaminato dal Giudice partenopeo nei seguenti termini: le perdite intervenute sono state assorbite dagli strumenti finanziari a mezzo dell'estinzione del valore del loro apporto; conseguentemente la riserva si è azzerata e non è possibile perfezionare l'aumento capitale per il corrispondente valore.

Considerazioni conclusive

L'ordinanza commentata permette di apprezzare la duplicità del rischio economico che possono assumere gli ibridi finanziari grazie all'ampia autonomia contrattuale concessa dal Legislatore nella loro strutturazione. Nel caso esaminato essi, infatti, non solo non garantiscono in concreto la restituzione del proprio valore nominale, a fronte della piena esposizione delle somme apportate al rischio di impresa, ma prevedono anche che queste ultime, qua-

lora ancora esistenti, divengano capitale sociale in forza di un'obbligatoria conversione in azioni. Come evidenziato, tali rischi non sono destinati a operare in sincronia: gli strumenti partecipano, infatti, anzitutto al rischio di erosione del diritto di credito e, solo secondariamente, a quello derivante dal divenire capitale di rischio.

Il Tribunale di Napoli non sembra concordare in merito a questa ricostruzione a causa del fatto che tende a sovrapporre i due momenti, dando primario risalto alla collocazione degli apporti nella riserva statutaria costituita *ad hoc*. Pur sollecitando una verifica del valore residuo degli strumenti ("Nella circostanza lo Statuto D. S.p.a. prevede, in coerenza, che la conversione (*recte*: la capitalizzazione) degli SFP non potrà prescindere dall'accertamento della consistenza della riserva (statutaria) apposita"), il Giudice sostiene, infatti, al tempo stesso che "Detta verifica potrà evidenziare perdite (non solo di bilancio, né di esercizio) che dovranno essere assorbite secondo i criteri inderogabili esaminati", ossia sfogliando i "diversi strati del netto" secondo la gerarchia affermata. In ogni caso, la soluzione a cui addiuvare in concreto l'ordinanza appare condivisibile: la delibera del c.d.a. con cui si dà efficacia alla conversione in azioni degli strumenti *ex art.* 2346, comma 6, c.c., il cui valore risulti eroso a causa del collegamento al rischio di impresa, comporta che la società si trovi a scontare "un capitale reale difforme da quello nominale, oltre che un assetto societario effettivamente ed indebitamente sbilanciato a favore del socio" (33). Quest'ultimo appare, quindi, legittimato a impugnare la delibera a fronte dell'evi-

Il punto è analizzato in merito a un versamento in conto futuro aumento capitale da G.B. Portale, *Appunti*, cit., 98, il quale afferma che "non è stata mai studiata la questione dell'ordine dell'incidenza delle perdite nell'ipotesi in cui, oltre ad altre riserve (facoltative, statutarie da soprapprezzo, legale) esista, appunto, una riserva "targata" ("personalizzata"), perché costituita con versamenti provenienti da un solo socio (...) reputo che la soluzione più corretta (anche sulla base del principio di parità di trattamento) sia quella che espone la riserva in discorso all'incidenza delle perdite solo dopo che queste abbiano esaurito (erodendole) tutte le riserve, per così dire, di spettanza comune (e cioè di tutti i soci): reputo quindi che la perdita potrà cominciare ad incidere sulla riserva "targata" solo dopo che anche la riserva legale sia esaurita con l'impiego nella copertura delle perdite". Sul punto si allinea la massima H.L.2 della Commissione società del Consiglio Notarile del Triveneto. In merito v. anche G.E. Colombo, *Il bilancio di esercizio*, cit., 1994, 511; M. Rubino de Ritis, cit., 169 s.; N. Abriani, *Versamenti effettuati*, cit., 367; L. Tronci, cit., 1158. In giurisprudenza v. la già citata Cass. 17 novembre 2005, n. 23269, in questa *Rivista*, 2006, 303, s.m., il cui testo è reperibile sul sito *internet www.lesocieta.it*, in cui la S.C. risolve il problema della partecipazione delle riserve "targate" per legge alle perdite: "alle riserve in esame lo stesso legislatore ha ricollegato un vincolo di destinazione specifica ad aumento di capitale. Un vincolo la

cui peculiarità si manifesta già nell'esigenza di contrassegnare in contabilità dette riserve con l'esplicito riferimento alla normativa che le ha previste e che, sia pure eccezionalmente, le ha sottratte al regime generale delle riserve di patrimonio, impedendo di adoperarle a copertura di perdite pregresse". Il problema che possano esistere "riserve, le quali hanno un grado di indisponibilità maggiore dello stesso capitale sociale, nella misura in cui, per esempio, il capitale apportato dei portatori di strumenti finanziari partecipa sì a rischio impresa, ma in maniera postergata agli azionisti" e che tale riserva "in caso di perdite deve essere intaccata solo dopo che si sia proceduto ad intaccare riserve facoltative, riserve legali, o addirittura il capitale sociale" era già stato evidenziato sin dall'entrata in vigore della riforma da S. Fortunato, cit., 271.

(32) Cfr. G. Strambi, *Il patrimonio netto*, in Bianchi (a cura di), *La disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, Milano, Lex 24, 2001, 373 s.; P. Balzarini, *Il Bilancio d'esercizio*, in Bessone (a cura di), *Tratt. di dir. priv.*, Torino, 2001, 85 s.

(33) A sostegno della decisione assunta in concreto dal Tribunale partenopeo sembra porsi anche una controprova logica: se la società non avesse voluto esporre il sottoscrittore degli ibridi al rischio di una riduzione del proprio apporto economico prima della loro necessaria conversione in azioni, avrebbe potuto ricorrere all'emissione di obbligazioni convertende. Eventualmente anche assicurando contrattualmente il rispetto

dente lesione dei propri diritti economici e amministrativi e può, dunque, chiederne la sospensione cautelare ai sensi del combinato degli artt. 2377, 2378, 2388, comma 4, c.c. (34).

Come autorevolmente messo in luce dal Prof. Lamandini nel precedente commento, la partecipazione alle perdite dei portatori di strumenti finanziari realizzatasi nel caso oggetto dell'ordinanza sembra, però, produrre l'effetto di mettere in discussione la c.d. *absolute priority rule*, sottraendo apparentemente il ruolo di *residual claimant* ai soci, che, quantomeno, dovrebbero subire *pari passu* con i primi gli effetti negativi delle perdite. Sul punto altra parte della dottrina ha suggerito la soluzione che, in caso di assorbimento di perdite da parte degli strumenti finanziari, i diritti dagli stessi previsti debbano essere intensi "sopravvivere" alla cancellazione contabile della riserva, che rappresenta l'apporto connesso alla loro emissione (35): elementi a favore di tale scissione fra dato contabile e dato reale si rinvencono, fra l'altro, nel fatto che gli strumenti possono essere emessi a favore dei lavoratori anche in assenza di apporto da parte di questi ultimi o di imputazione a loro favore di utili ai sensi del combinato degli artt. 2349, commi 1 e 2, c.c. (36).

Pur non potendo approfondire in questa sede il punto, sembra potersi sostenere che, se è certo che

la regola dell'*absolute priority rule* debba trovare applicazione in caso di cessazione della società (sia essa attuata a mezzo di una liquidazione ex artt. 2484 ss. c.c. o di una procedura concorsuale), non altrettanto certo sembra potersi affermare che la stessa debba essere rispettata senza eccezioni anche durante *societate*, come nel caso esaminato. Per averne un immediato riscontro è sufficiente guardare alla disciplina dell'associazione in partecipazione (da cui parte della dottrina fa discendere la causa degli strumenti finanziari partecipativi). L'art. 2553 c.c. dispone, infatti, che l'associato partecipa alle perdite nella stessa misura in cui si avvantaggia degli utili, salvo che fra i contraenti non abbiano deciso diversamente, con l'unico limite che le perdite che colpiscono l'associato non possono superare, in ogni caso, il valore del suo apporto (37). Una simile previsione permette, dunque, che l'associato possa subire gli effetti negativi delle perdite in misura superiore all'associante, al punto che nulla sembra vietare che si possa ricreare, entro il limite del valore dell'apporto, una situazione analoga a quella esaminata dal Tribunale partenopeo, in cui gli strumenti finanziari assorbono le perdite (38) prima che queste impattino sul capitale e, quindi, sui soci (39) (rischio analogo sembra fondare, ad esempio, i finanziamenti destinati a

tendenziale del rapporto di cambio, che si sarebbe dovuto fissare al momento dell'emissione, ai sensi dell'art. 2420 *bis* c.c., qualora lo stesso fosse stato ritenuto non applicabile a un titolo che impone la sua conversione in azioni, al pari dei cc.dd. *reverse convertible*. Il ricorso allo strumento obbligazionario avrebbe potuto permettere di modulare la partecipazione del credito al rischio a mezzo della subordinazione del diritto alla restituzione del capitale e al pagamento agli interessi al soddisfacimento dei diritti economici di altri creditori sociali ai sensi del comma 1 dell'art. 2411 c.c., anche, eventualmente, collegando la debenza degli interessi all'oggettivo andamento economico della società ai sensi del successivo comma 2. Sul punto cfr. M. Ragno, cit., 781 ss., che evidenzia il ricorso ai prestiti subordinati quale possibile alternativa ai versamenti emergente nella prassi. Va rilevato, tuttavia, che questa soluzione avrebbe precluso il riconoscimento di diritti amministrativi ai sensi dell'art. 2351, comma 5, c.c.: questi ultimi potrebbero, forse, essere stata la causa del ricorso agli strumenti di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., anche se si deve rilevare che dal testo dell'ordinanza nulla emerge in merito. Più probabilmente va immaginato che la decisione di ricorrere a strumenti finanziari partecipativi e non a titoli di debito possa essere rinvenuta nel vantaggio fiscale di poter inquadrare gli stessi quali apporti e non quali finanziamenti: per una disamina sul punto v. U. Tombari, *Apporti spontanei*, cit., 577, nt. 92. Tale vantaggio sarebbe stato assicurato anche qualora il socio sottoscrittore degli strumenti avesse effettuato, in alternativa, un semplice versamento in conto futuro aumento capitale.

(34) La lesione dei diritti del socio attore-ricorrente appare evidente nel caso in esame e non si ritiene che meriti un particolare approfondimento. Allo stesso modo non si considera di dover affrontare il tema dell'applicabilità delle norme indicate a causa della sostanziale pacificità della possibilità dell'azioni-

sta di domandare la sospensione cautelare di una delibera assunta dall'organo amministrativo che, violando la legge o lo statuto, leda i suoi diritti economici e/o amministrativi del primo, a fronte delle scelte operate dal Legislatore con la riforma del 2003, che ha fatto proprio l'orientamento di Cass. 21 maggio 1998, n. 3544, in questa *Rivista*, 1017 ss. Per una panoramica sul punto v., *ex multis*, M. Irrera, *La patologia delle deliberazioni consiliari nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, 1133 ss. A. Pisani Massamormile, *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, a cura di Abbadessa - Portale, Torino, 2007, 562 ss.; N. Abriani - P. Montalenti, *L'amministrazione: vicende dell'apporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in *Trattato Cottino*, 2010, IV, 1, 651 ss.

(35) V. L. Stanghellini, *Commento all'art. 2446*, cit., 2718.

(36) V. M. Notari - A. Giannelli, *Commento all'art. 2346 c.c.*, cit., 120.; N. Abriani, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., 336, nt. 366.

(37) Ferma la limitazione di responsabilità, questa previsione non confligge, peraltro, secondo la dottrina maggioritaria, con il divieto di patto leonino ex art. 2265 c.c.: sul punto, *ex multis*, R. Costi - G. Di Chio, *Società in generale - Società di persone - Associazioni in partecipazione*, in *Giur. sist. civ. e comm. Bigiavi*, Torino, II ed., 1980, 747 s.

(38) Ovvero perdite di esercizio, secondo quanto evidenziato da G.E. Colombo, *Associazione in partecipazione*, cit., 433: v. *supra* nt. 21.

(39) Il punto era evidente in passato anche per il contratto di associazione in partecipazione, ossia prima del "Superamento dell'associazione in partecipazione con apporto di lavoro", così come disposto dal c.d. Jobs Act (art. 53, D.Lgs. 15 giugno 2015, n. 81, che ha introdotto l'attuale divieto contenuto nel comma 2 dell'art. 2549 c.c.): il lavoratore che avesse apportato inutilmente la propria attività avrebbe dovuto soppor-

uno specifico affare *ex art. 2447 decies c.c.* introdotti dal Riformatore del 2003, in cui il rimborso può essere totalmente legato all'esistenza dei proventi, in modo che il rischio dell'affare, in base alla strutturazione dell'operazione, può essere principalmente addossato al finanziatore) (40).

Peraltro, guardando alle possibilità offerte dal Legislatore circa la ripartizione del rischio in merito all'associazione in partecipazione e, considerando, che lo stesso contratto tipico esclude espressamente l'attribuzione di poteri amministrativi diretti all'associato (che può godere solo di un diritto di controllo indiretto, al pari dei possessori degli strumenti finanziari partecipativi *ex artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.*), sembra possa essere superato anche il timore sollevato da altro Autore circa uno sbilanciamento fra rischio e potere che l'assorbimento delle perdite da parte degli strumenti finanziari partecipativi potrebbe essere inteso dar luogo a favore dei soci (41).

Alla luce di questi brevi passaggi si ritiene, quindi, che il caso in esame non dia vita a un reale sovvertimento dei principi del diritto societario, né che l'operazione dia luogo a un risultato economico inefficiente. Si reputa, anzi, che l'anteposizione alle perdite a cui sono stati esposti gli strumenti rispetto al capitale favorisca l'interesse della società (inteso come interesse della persona giuridica a vedere aumentato il proprio patrimonio). Appare verosimile, infatti,

che solo l'esposizione a un così intenso rischio abbia consentito al socio sottoscrittore degli stessi di sperare di acquisire il controllo della società, dato che, altrimenti, gli altri azionisti si sarebbero potuti opporre all'emissione di titoli convertibili in azioni, in quanto consci del fatto che non avrebbero potuto sottoscrivere la quota loro riservata in opzione.

Se così è, si ritiene anche che non sia necessario ipotizzare una sopravvivenza dei diritti economici connessi agli strumenti quando il valore dell'apporto che li giustifica è perduto. Si deve notare, sotto questo aspetto che, come già autorevolmente rilevato nel passato in merito alle perdite relative all'apporto dell'associato in partecipazione, mantenere invariati i diritti economici dei possessori degli strumenti finanziari pur in presenza di perdite, darebbe vita a un mutamento della causa del contratto di emissione degli strumenti finanziari partecipativi in quello di cointeressenza (42) (in questo caso nella sua variante c.d. impropria, ossia fondata su un apporto da cui discende una partecipazione agli utili e una contestuale sottrazione *a priori* alle perdite), mutamento che forse finisce per travalicare l'iniziale volontà delle parti e che, potrebbe, confondere gli altri creditori sociali, celando la persistenza di pretese economiche che i terzi potrebbero considerare, invece, come non più esistenti a causa del negativo andamento sociale (43).

tare in concreto una perdita ben più grave di quello scontata dall'associante. Il punto è colto da Cass., Sez. lav., 8 dicembre 2008, n. 24871, in banca dati *DeJure*. Affrontando il tema della distinzione fra contratto di associazione in partecipazione con apporto di prestazione lavorativa da parte dell'associato e contratto di lavoro subordinato con retribuzione collegata agli utili dell'impresa (distinzione individuata nel fatto che la "partecipazione al rischio d'impresa da parte dell'associato caratterizza la causa tipica dell'associazione in partecipazione"), la Suprema Corte aveva, infatti, respinto la tesi della riconducibilità del contratto nell'alveo del rapporto di lavoro subordinato, benché lo stesso contratto non prevedesse formalmente una partecipazione alle perdite, rilevando correttamente che "In realtà l'associato che apporta soltanto la propria attività lavorativa in caso di risultato negativo dell'impresa rischia di aver prestato a vuoto il proprio lavoro, il che rappresenta per lui un risultato ancor più negativo della perdita del capitale investito dall'associato capitalista".

(40) Sui possibili effetti della novella in tema v. già P. Ferro-Luzzi, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. Società*, 2002, 129: "Evidentemente per tal via si altera il rapporto tra diritto ed obbligo rispetto al normale rapporto obbligatorio, posto che se provento non viene, o viene in misura minore del programmato, il finanziatore non ha 'diritto' ad altro; potrebbe viceversa venire un provento maggiore del programmato, e sulla destinazione di questo più le parti sono libere di decidere; comunque è chiaro che così si offusca ulteriormente la già problematica distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito". Sul punto cfr. anche, *ex multis*, G. Giannelli, *Commento al-*

l'art. 2447-decies, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini - D'Alcontres, Napoli, 2004, 1276 s., che individua nel finanziatore un creditore della società e non un associato, pur evidenziando la partecipazione economica al rischio di impresa; L. Salamone, *I "finanziamenti destinati"*, in Abbadessa - Portale (a cura di), *Il nuovo diritto delle società* Liber Amicorum G.F. Campobasso, Torino, 2007, I, 880; R. Santagata, *Commento art. 2447 decies*, in Abbadessa - Portale (a cura di), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 2809 s.

(41) Cfr. G. D'Attorre, cit., 272 ss.

(42) G.E. Colombo, *Associazione in partecipazione*, cit., 435.

(43) Si pensi al caso di uno sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi che abbia apportato la propria opera o il proprio servizio e che veda totalmente correlati i propri diritti economici ai risultati conseguiti dalla società (si noti, peraltro, che alla luce del citato veduto nuovo comma 2 dell'art. 2549 c.c., risulta quantomeno discutibile se sia ancora concessa la possibilità di apportare una mera prestazione di lavoro, in particolare se si accede alla tesi che gli strumenti finanziari trovano la propria causa nel contratto di associazione). Se si reputa che egli non debba essere premesso ai soci nel subire le conseguenze delle perdite, si deve concludere allora che i diritti economici di cui gode debbano sopravvivere anche rispetto al fatto che l'opera o il servizio prestati possano essere stati inutili, in concreto, a produrre utili, ancorché per causa a lui non imputabile. Appare evidente, quindi, che una simile impostazione rischia di annullare in concreto la partecipazione al rischio che dovrebbe caratterizzare gli stessi strumenti.