



GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI E LE SPA

L'art 2325 bis c.c. chiarisce l'ambito di applicazione delle norme codicistiche in tema di s.p.a. asserendo, al secondo comma, che le norme del Titolo V "si applicano alle società con azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali". Il primo comma della disposizione in esame, invece, introduce la nozione di s.p.a. che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, precisando che vanno considerate tali "le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in maniera rilevante". A sua volta, l'art. 111 bis disp. att. c.c. specifica che la rilevante diffusione delle azioni fra il pubblico coincide con "quella stabilita a norma dell'art. 116 del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e risultante alla data del primo gennaio 2004". Ai sensi dell'art. 116 del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, meglio noto come testo unico dell'intermediazione finanziaria (T.U.F.), la Consob, con proprio regolamento^[1], può stabilire i criteri di individuazione "degli emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in maniera rilevante", ai quali si applicano le norme del T.U.F. in tema di comunicazioni al pubblico e comunicazioni alla Consob^[2], nonché la disciplina della revisione dei bilanci ad opera di una società di revisori^[3].

Ciò che emerge da questo complesso quadro è che la s.p.a. è stata scissa in due sotto-tipi: la s.p.a. che non fa ricorso al mercato del capitale di rischio, che potremmo definire s.p.a. chiusa, e quella che, invece, fa ricorso al mercato del capitale di rischio e che potremmo definire aperta. Il sotto-tipo s.p.a. aperta, a sua volta, non è omogeneo al suo interno perché di esso fanno parte sia le s.p.a. con azioni quotate in mercati regolamentati sia le s.p.a. con azioni, seppur non quotate, diffuse tra il pubblico in maniera rilevante^[4].

A questi tre modelli di s.p.a. corrispondono altrettanti statuti tra loro differenti. In particolare, alle s.p.a. chiuse, c.d. s.p.a. di base, si applicheranno le norme codicistiche per esse dettate o, comunque, dettate per le s.p.a. senza ulteriori specificazioni; alle s.p.a. con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante si applicheranno, oltre alle norme dettate per le s.p.a. in generale, le norme che ad esse espressamente si riferiscono; più complesso è il regime delle s.p.a. quotate alle quali le norme del codice civile si applicheranno solo in quanto non derogate da leggi speciali e, quindi, in primo luogo, dal T.U.F.

Il legislatore della riforma, in sostanza, ha introdotto un terzo scalino normativo per le s.p.a. con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante, ancorché non quotate, alle quali si applica uno specifico insieme di norme che le differenzia sia dalle s.p.a. chiuse sia dalle s.p.a. quotate. Si è da subito rilevato, però, come in effetti il problema sia rimasto irrisolto dal punto di vista sostanziale, non essendo questo nuovo scalino normativo, definito “scalino sbeccato da riparare in fretta”, riuscito ad accorciare le distanze tra s.p.a. quotate e non, imponendosi come efficace rimedio al constatato disincentivo alla quotazione.

L’art. 2325 bis c.c. ha, però, utilizzato come unico parametro di riferimento, per individuare il ricorso o meno al mercato del capitale di rischio, in assenza della quotazione, la rilevante diffusione tra il pubblico delle sole azioni, senza tener presente che anche la rilevante diffusione tra il pubblico di strumenti partecipativi, dotati del diritto di voto su specifici argomenti o del diritto di nomina di un amministratore indipendente, è idonea a determinare la frammentazione del controllo, o meglio della effettiva “proprietà”, della società. In tal modo si consente a soggetti titolari di irrisorie quote di partecipazione al capitale sociale di esercitare di fatto il controllo sulla società, senza doversi confrontare con le minoranze e senza vedere applicato alla società stessa il differente statuto, caratterizzato da un più elevato tasso di imperatività, previsto per le società con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante.

Guardando allo stesso fenomeno da una diversa angolazione è stata, poi, da taluni prospettata addirittura l’incostituzionalità dell’art 2325 bis c.c., per violazione dell’art. 3 Cost., in quanto esso avrebbe riservato un tratta-

mento di favore agli azionisti rispetto a quello previsto per gli obbligazionisti e per i titolari di strumenti partecipativi. La censura di incostituzionalità, in altre parole, è basata sulla constatazione che il meccanismo creato dall'art. 2325 bis c.c. tutelerebbe adeguatamente i piccoli azionisti di società con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante e, irragionevolmente, non farebbe lo stesso nei confronti dei possessori di titoli di debito o di strumenti finanziari anch'essi diffusi fra il pubblico in maniera rilevante.

In ogni caso la scelta del legislatore della riforma di circoscrivere l'accesso allo scalino normativo "intermedio" alle sole s.p.a. che abbiano i titoli di partecipazione al capitale di rischio diffusi tra il pubblico in maniera rilevante, senza aver avuto riguardo alle altre possibili forme di partecipazione, risulta ancora più opinabile alla luce del fatto che l'art. 116 T.U.F. , invece, consente l'accesso al regime "intermedio", più genericamente, agli "emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico un maniera rilevante" individuati in base ai criteri fissati dalla Consob con apposito regolamento. In ultima analisi si può affermare che l'approccio del legislatore al problema della diffusione o meno tra il pubblico dei titoli partecipativi di una s.p.a. non risulta aderente alla attuale realtà normativa, caratterizzata da una molteplicità di moduli partecipativi, diversamente graduabili, che consentono uno spostamento verso i piccoli investitori della possibilità di influenzare il processo formativo della volontà sociale anche senza possedere nemmeno una azione della società. Inoltre va ricordato che esigenze di tutela del risparmio, soprattutto in termini di trasparenza e di controlli esterni, sussistono con riferimento a tutti i titoli diffusi tra il pubblico in maniera rilevante.

2. Problemi di compatibilità tra la disciplina degli strumenti partecipativi e i principi operanti in materia di s.p.a. quotate

Lo statuto della s.p.a. aperta, in generale, e della s.p.a. quotata, in particolare, è caratterizzato da una maggiore imperatività rispetto allo statuto della s.p.a. chiusa e, conseguenzialmente, lo spazio d'azione riservato all'autonomia privata si riduce in maniera proporzionale. La s.p.a. con azioni quotate in mercati regolamentati, infatti, soggiace alle norme codicistiche solo per quanto non espressamente derogato da leggi speciali e, soprattutto, dal T.U.F.

Le ragioni che hanno indotto il legislatore a dettare un regime peculiare per le s.p.a. quotate, connotato da un alto tasso di inderogabilità, vanno ricercate nella molteplicità di interessi in gioco, tutti dalla vocazione spiccatamente pubblicistica. Il fulcro intorno al quale ruotano le disposizioni che danno vita allo specifico statuto delle s.p.a. quotate è l'esigenza di garantire un'adeguata tutela agli investitori- piccoli risparmiatori.

Esiste un trade-off tra libertà di iniziativa imprenditoriale e garanzia per gli investitori ai fini di assicurare la qualità dei prodotti finanziari negoziati sul mercato mobiliare. Questo trade-off è stato tenuto presente dal legislatore nel momento in cui ha individuato le tre distinte categorie di s.p.a. e ad ognuna di esse ha ricollegato un diverso statuto.

La tutela del socio o dell'obbligazionista o del sottoscrittore di strumenti partecipativi non può essere interamente devoluta alle forze operanti nel mercato dei capitali e alla presunta efficienza di quest'ultimo; è necessario un più incisivo intervento del legislatore, con conseguente arretramento del ruolo dell'autonomia statutaria, per bilanciare le posizioni delle parti contraenti. Il risparmiatore- contraente debole non è in grado di negoziare sul mercato, in una posizione di parità rispetto alla controparte, le condizioni del proprio investimento e necessita di un supporto esterno.

A questo punto appare lecito dubitare della compatibilità degli strumenti partecipativi rispetto ai principi operanti in tema di s.p.a. quotate. Nell'individuazione della concreta fisionomia degli strumenti in questione l'autonomia statutaria ha praticamente carta bianca e questa sua enorme libertà d'azione può risultare in contrasto con le esigenze di tutela che sono alla base dello statuto delle s.p.a. quotate. Le caratteristiche degli strumenti partecipativi, eventualmente oggetto di sollecitazione all'investimento, sono, infatti, individuate unilateralmente dagli statuti delle società e non esiste, al riguardo, una cornice normativa inderogabile in grado di evitare eventuali abusi e di tutelare adeguatamente i sottoscrittori.

I piccoli risparmiatori non sono dotati delle specifiche competenze per valutare la convenienza di un investimento il cui contenuto è interamente frutto delle scelte discrezionali dell'autonomia statutaria. Il legislatore, in altre parole, ha dato vita ad una fattispecie potenzialmente pericolosa, in

quanto non ha previsto degli argini normativi in grado di contenere eccessivi “straripamenti” da parte dell’autonomia privata. Se gli imprenditori, normali contraenti delle società non quotate, hanno la preparazione e la consapevolezza necessarie per valutare i rischi eventualmente connessi alla sottoscrizione di una determinata categoria di strumenti partecipativi, lo stesso non può dirsi per il pubblico dei risparmiatori al quale, generalmente, le proposte di investimento delle s.p.a. quotate si rivolgono.

Una situazione parzialmente analoga si è, già in passato, verificata con l’introduzione della categoria delle azioni di risparmio dal momento che, anche in questa ipotesi, è lo statuto che deve individuare i diritti in concreto spettanti agli azionisti appartenenti alla categoria. Il legislatore ha introdotto, però, come contrappeso, una penetrante tutela di categoria per il tramite di un’organizzazione di gruppo inderogabile; per gli strumenti partecipativi, invece, anche questo aspetto è carente non essendo oggetto di una disciplina sempre chiara e coerente.

L’investitore in titoli partecipativi di una s.p.a., infatti, per essere adeguatamente tutelato, deve avere delle garanzie non solo al momento della sottoscrizione del titolo ma anche, e forse soprattutto, nel corso dell’esecuzione del relativo rapporto. E’ fondamentale che, dopo aver sottoscritto un qualunque tipo di strumento finanziario, il titolare possa esercitare un controllo sul soggetto emittente, controllo che si rende, probabilmente, ancora più necessario nel caso in cui il titolo sia sfornito di diritti amministrativi.

Le categorie di strumenti partecipativi (e non), nell’ambito della disciplina codicistica, non sono tutte destinatarie di un medesimo gruppo di norme relative alla loro organizzazione collettiva e, quindi, non sono tutelate allo stesso modo e non è neppure escluso che alcune di esse, a causa delle loro concrete caratteristiche, siano addirittura prive di organi in grado di salvaguardarne gli interessi nei confronti della società emittente.

Una situazione del genere è particolarmente allarmante per le s.p.a. quotate con riferimento alle quali si impongono esigenze di tutela del risparmio diffuso. Per questo motivo il legislatore ha cercato di risolvere il problema intervenendo non sulle disposizioni codicistiche bensì sulle disposizioni contenute nel T.U.F. e, in particolare, inserendo, con il d. lgs. 6 febbraio

2004, n. 37, l'art 147 bis in base al quale "gli articoli 146 e 147 si applicano alle assemblee speciali previste dall'art. 2376, comma 1, del codice civile, qualora le azioni siano quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione europea". Gli articoli cui fa riferimento la norma in esame sono gli articoli che disciplinano l'organizzazione collettiva dei titolari di azioni di risparmio.

Gli azionisti di risparmio, infatti, confluiscono in un'assemblea di categoria e sono dotati di un rappresentante comune; i poteri di questi due organi sono stati ricostruiti dal legislatore sulla falsariga dei poteri attribuiti, rispettivamente, all'assemblea e al rappresentante comune degli obbligazionisti.

Grazie al disposto dell'art. 147 bis T.U.F. la peculiare organizzazione di categoria prevista per gli azionisti di risparmio sarà applicabile anche ai titolari degli strumenti finanziari previsti dal codice civile, però esclusivamente ai titolari di strumenti attributivi di diritti amministrativi perché soltanto a questi ultimi è applicabile l'art. 2376 c.c. Pertanto, laddove gli strumenti in discorso siano dotati di soli diritti patrimoniali, saranno privi di un'organizzazione istituzionale, a meno che non rientrino nel disposto dell'art. 2411, comma 3, c.c. oppure nella categoria di strumenti delineata dall'art. 2447 ter, lettera e, c.c.

A questo proposito conviene sottolineare che, in ogni caso, anche laddove si tratti di strumenti finanziari per i quali il codice civile prevede una specifica organizzazione corporativa, nel caso in cui la società sia quotata e gli strumenti siano comunque attributivi di diritti amministrativi, dovrà prevalere la disciplina prevista dagli artt. 146 e 147 T.U.F. L'assemblea e il rappresentante comune degli azionisti di risparmio sono dotati di poteri più ampi rispetto a quelli di cui sono titolari gli organismi previsti dal codice civile, sia con riferimento agli obbligazionisti sia con riferimento agli strumenti di partecipazione all'affare, e, pertanto, la loro disciplina rende più incisiva la tutela degli investitori. L'assemblea di cui all'art 146 T.U.F., infatti, ha la competenza a deliberare sull'azione di responsabilità nei confronti del rappresentante comune, mentre l'assemblea degli obbligazionisti può solo deliberarne la revoca; inoltre è previsto un quorum più basso di appartenenti alla categoria legittimati a chiederne la convocazione; l'assemblea stessa, in caso di omissione o di ingiustificato ritardo da parte degli amministratori, è convocata dal collegio sindacale o dal consi-

glio di sorveglianza o, nel caso di richiesta da parte degli azionisti, dal comitato di controllo sulla gestione e, ancora, è prevista una convocazione necessaria entro sessanta giorni dall'emissione o dalla conversione delle azioni.

Per quanto riguarda il rappresentante comune, poi, l'art. 147 T.U.F. gli riconosce, oltre al diritto di assistere alle assemblee della società, anche la legittimazione ad impugnarne le deliberazioni. Non vanno, infine, sottovalutate le modalità per assicurare un'adeguata informazione sulle operazioni societarie, che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni della categoria, che lo statuto della società deve necessariamente prevedere.

Riassuntivamente si può dire che i titolari di strumenti partecipativi emessi da società quotate potranno beneficiare della disciplina degli artt. 146 e 147 T.U.F., nel caso in cui ricorrano i presupposti individuati dall'art. 147 bis T.U.F., e, subordinatamente, della disciplina prevista per l'organizzazione degli obbligazionisti. Tuttavia, laddove lo statuto non preveda nulla al riguardo, ancorché la società sia quotata e debba garantire una maggior tutela all'investitore-sottoscrittore rispetto a quanto accade nelle altre categorie di s.p.a., non è inverosimile l'ipotesi di strumenti, emessi ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2346 c.c., privi di un'organizzazione di categoria: si tratterà di quegli strumenti che attribuiscono solo diritti patrimoniali non dotati delle caratteristiche richieste dal terzo comma dell'art. 2411 c.c. e per i quali lo statuto non prevede alcuna organizzazione collettiva.

A tutto ciò bisogna aggiungere che i poteri di controllo della Consob sul contenuto del prospetto informativo non sono così penetranti come sembrano, in quanto non devono spingersi, in base all'opinione dominante in dottrina, alla valutazione della legittimità dell'operazione finanziaria proposta né alla valutazione dei profili di "sicurezza" sostanziale dello strumento negoziabile.

Il controllo della Consob potrebbe essere definito come un "controllo di trasparenza", finalizzato ad accertare la conformità del prospetto redatto dall'emittente rispetto alle norme dettate in materia .

Si può, dunque, rilevare che il risparmiatore, in assenza di vincoli normativi e di controlli di legittimità da parte dell'Autorità indipendente preposta alla vigilanza del settore, è lasciato completamente in balia dell'autonomia statutaria.