SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

DOTTORATO IN AUTONOMIA PRIVATA, IMPRESA, LAVORO E
TUTELA DEI DIRITTI NELLA PROSPETTIVA EUROPEA ED INTERNAZIONALE

XXVI° CICLO

CURRICULUM DI DIRITTO COMMERCIALE E DELL'ECONOMIA

(COORDINATORE CHIAR.MA PROF. GIULIANA SCOGNAMIGLIO)

TESI DI DOTTORATO

OPERAZIONI STRAORDINARIE E TUTELA DEI PORTATORI DI TITOLI DIVERSI DALLE AZIONI ORDINARIE.

DOTTORANDO:

Dott. Antonio Capizzi

Matr. 1085530

WANG: Prima che la vostra comparsa mi destasse, o altissimi, stavo sognando che la mia cara sorella Shen Te era in grande desolazione nel canneto del fiume, dove vanno a finire i cadaveri dei suicidi. Barcollava in strano modo, a testa bassa, come se trasportasse qualcosa di molle ma di pesante, che la spingeva nel fango. Al mio richiamo rispose che doveva portare il carico dei comandamenti sull'altra sponda senza bagnarlo, per non cancellare la scrittura. In realtà non vedevo che portasse niente sulle spalle, ma con spavento mi sono ricordato che voi, gli dèi, le avete parlato delle grandi virtù per ringraziarla di avervi accolto quando eravate in difficoltà, o mia vergogna! Sono certo che comprendereste le mie preoccupazioni per lei.

TERZO DIO: Che cosa proponi?

WANG: Qualche comandamento di meno, oh altissimi! Solo per alleggerire il peso del fardello, visto che i tempi sono così difficili.

TERZO DIO: E come sarebbe, Wang, come sarebbe?

WANG: Per esempio, sarebbe meglio richiedere soltanto la bontà e non l'amore…

TERZO DIO: Ma, infelice, sarebbe ancora più difficile!

WANG: Oppure l'equità invece della giustizia.

TERZO DIO: Ma vorrebbe dire più lavoro!

WANG: Allora soltanto il decoro invece dell'onore!

TERZO DIO: Ma è chiedere di più e non di meno, uomo di poca fede.

Stanchi, gli dèi riprendono il cammino.

(B. BRECHT, *L'anima buona del Sezuan*, Einaudi, Torino, 1965)

OPERAZIONI STRAORDINARIE E TUTELA DEI PORTATORI DI TITOLI DIVERSI DALLE AZIONI ORDINARIE

(ANTONIO CAPIZZI)

ABSTRACT

La ricerca ha ad oggetto il tema della protezione dei portatori di titoli diversi dalle azioni in occasione di quelle che, con gergo più aziendalistico che giuridico, sono definite come "operazioni straordinarie". L'obiettivo che ci si propone è quello di appurare se alcune "operazioni straordinarie" che vadano ad arrecare pregiudizi al valore economico dei titoli diversi dalle azioni ordinarie possano essere attuate anche a prescindere dal consenso dei gruppi incisi a patto che vengano posti in essere correttivi che, in base ad un "principio di equivalenza", sterilizzino i danni causati attribuendo diritti, per l'appunto, "equivalenti".

Individuati i termini del conflitto economico alla base delle esigenze di tutela, nell'ambito del primo capitolo si esamineranno criticamente quelle opinioni dottrinarie e giurisprudenziali che, muovendo da osservazioni analoghe, hanno però intrapreso un percorso ermeneutico diverso da quello prescelto da chi scrive, valorizzando la duttilità insita nel sistema prettamente privatistico della responsabilità contrattuale e adattandone le relative caratteristiche al peculiare rapporto che si instaura tra la società emittente e i sottoscrittori dei titoli da quest'ultima emessi.

Si passerà quindi, nell'ambito del secondo capitolo, all'analisi dell'ampio e complesso *corpus* di norme dedicate dal legislatore italiano e da numerosi legislatori stranieri alla protezione degli obbligazionisti convertibili in occasione di operazioni straordinarie. Tale sistema, per ricchezza del materiale normativo e ampiezza del dibattito sia giurisprudenziale sia dottrinario che ha generato, si ritiene costituisca il migliore, ma certamente non l'unico nell'ambito del vasto campo del diritto societario, banco di prova per testare l'attuale consistenza e le caratteristiche del principio "dell'equivalenza dei diritti", così come in premessa definito in via meramente programmatica.

Infine, nell'ambito del terzo capitolo, si affronteranno alcune questioni più strettamente tecniche (ad es.: disciplina applicabile alle obbligazioni con *warrants* o ai *warrants* puri e al *delisting* di azioni di risparmio) per le quali si ritiene che le numerose, e spesso totalmente divergenti, soluzioni prospettate possano essere meglio comprese alla luce delle osservazioni di ordine più generale compiute nel capitolo precedente.

Il lavoro è da intendersi aggiornato al 15 dicembre 2014.

CAPITOLO I

POSIZIONE DEL PROBLEMA. L'APPROCCIO "CONTRATTUALISTA".

1. *Posizione del problema, le esigenze di tutela*.....- 1 -
2. *La responsabilità contrattuale dell'emittente, limiti dello strumento*.....- 19 -
2.1. *L'imputabilità dell'inadempimento, tra diligenza, "responsabilità oggettiva per rischio di impresa"*. .....- 21 -
2.1.1. *L'allocazione del rischio in caso di forza maggiore o di* facta principis. .....- 22 -
2.2. *Verso forme di responsabilità oggettiva dell'emittente.* .....- 24 -
2.2.1. *Criteri ricostruttivi del criterio di prevedibilità; il "criterio del miglior assicuratore"*. .....- 28 -
2.2.2. *La prassi commerciale internazionale, l'esperienza di* common law *e la rilevanza dei concetti di prevedibilità e "sfera di controllo" come criteri di ripartizione del rischio*. .....- 34 -
2.3. *Gli incerti contorni della legittimazione ad agire dell'investitore danneggiato*. .....- 36 -
2.3.1. *Legittimazione del singolo o legittimazione del gruppo?* .....- 42 -
2.4. *La problematica quantificazione del danno subito dagli investitori*.....- 43 -
2.5. *Ammissibilità della tutela in forma specifica*. .....- 45 -
2.6. *La valorizzazione del principio di buona fede*.....- 46 -

CAPITOLO II

OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI E PROTEZIONE DEL VALORE DI CONVERSIONE.

1. *Obbligazioni convertibili e tutela del valore economico del diritto di conversione: il riconoscimento di un "principio di equivalenza"*. .....- 49 -
1.1. *Obbligazioni convertibili ed operazioni straordinarie*.....- 50 -
1.2. *Nozione e funzione delle obbligazioni convertibili*.....- 52 -
1.2.1. *La determinazione del valore di mercato di un'obbligazione convertibile*.....- 53 -
1.2.2. *Natura giuridica delle obbligazioni convertibili*. .....- 55 -
1.3. *Il rapporto di cambio*. .....- 60 -
1.4. *Gli interessi in gioco*.....- 63 -
1.5. *Operazioni straordinarie in pendenza del periodo di conversione: la "sensibilità" degli obbligazionisti convertibili alle vicende della vita sociale*. ..- 68 -

1.5.1. *La convertibilità anticipata e gli artt. 2420-bis[4] e 2503-bis[2] c.c.*. - 69 -
1.5.1.1. *La riduzione volontaria del capitale.*..... - 74 -
1.5.1.2. *La modificazione delle disposizioni dell'atto costitutivo concernenti la ripartizione degli utili.* ..... - 77 -
1.5.1.3. *La fusione.*..... - 80 -
Segue. Il caso in cui l'emittente il prestito convertibile sia l'incorporante...... - 84 -
Segue. Il caso in cui l'emittente il prestito convertibile sia l'incorporata...... - 86 -
Segue. La protezione degli obbligazionisti convertibili in caso di incongrua determinazione del rapporto di cambio...... - 88 -
1.5.1.4. *La scissione.* ..... - 89 -
1.5.1.5. *La fusione e scissione eterogenee*..... - 96 -
1.5.2. *Significato della convertibilità anticipata.*..... - 96 -
Segue. La portata normativa dell'obbligo posto dall'art. 2503-bis[2] c.c. di attribuire "diritti equivalenti" in caso di mancata approvazione da parte dell'assemblea speciale. ..... - 101 -
Segue. Tra metodo del voto e metodo dell'equivalenza dei diritti. ..... - 101 -
1.5.3. *L'adeguamento del rapporto di cambio*..... - 102 -
1.5.3.1. *Riduzione del capitale per perdite.*..... - 102 -
1.5.3.2. *Aumento gratuito del capitale.* ..... - 106 -
1.5.3.3. *Significato dell'adeguamento del rapporto di cambio.* .... - 109 -
1.5.4. *Il diritto di opzione in caso di aumento a pagamento del capitale e di emissione di nuove obbligazioni convertibili*..... - 111 -
Segue. Significato del diritto di opzione...... - 119 -
1.5.5. *I casi non regolati.* ..... - 123 -
1.5.5.1 *La trasformazione*..... - 124 -
1.5.5.2. *La distribuzione di riserve.* ..... - 127 -
1.5.5.3. *Il fallimento dell'emittente.*..... - 130 -
1.5.5.4. *Lo scioglimento anticipato.* ..... - 130 -
1.5.5.5. *Il raggruppamento e frazionamento di azioni*..... - 133 -
1.5.5.6. *Il mutamento dell'oggetto sociale.* ..... - 134 -
1.5.5.7. *Il trasferimento della sede sociale all'estero.* ..... - 134 -
1.6. *La protezione del valore di conversione nell'esperienza comparatistica.* . - 135 -

1.6.1 *Stati Uniti d'America.* .....- 135 -
1.6.2 *Francia.* .....- 138 -
1.6.3. *Germania*.....- 142 -
1.6.4. *Svizzera.*.....- 145 -

CAPITOLO III

ALCUNE APPLICAZIONI DEL PRINCIPIO DELL'EQUIVALENZA DEI DIRITTI.

1. Alcune applicazioni del principio dell'equivalenza dei diritti.....- 147 -
1.1. *Le obbligazioni con* warrant. .....- 147 -
1.1.1. *La determinazione del valore di un* warrant.....- 149 -
1.1.2. *L'applicabilità analogica ai* warrants *delle norme dettate per le obbligazioni convertibili in azioni*.....- 151 -
1.1.3. *L'art. 2.2.16[2] del Regolamento di Borsa Italiana s.p.a. e le clausole di protezione dei portatori di* warrants *contenuti nei regolamenti di emissione*. .....- 155 -
1.2. *I* warrants *"puri"*.....- 157 -
1.3. *I* reverse convertible bonds. .....- 159 -
1.4. *Gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346 c.c. convertibili in azioni dell'emittente.*.....- 161 -
1.5. *Obbligazioni convertibili in strumenti finanziari diversi dalle azioni*. ...- 162 -
1.6. *Le azioni di risparmio, l'art. 145[2] T.U.F. e "i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni"*. .....- 162 -
1.6.1. *Il recesso ex art. 2437-*quinquies *c.c. come idoneo strumento di tutela?* .....- 166 -

CAPITOLO I:
POSIZIONE DEL PROBLEMA. L'APPROCCIO "CONTRATTUALISTA".

SOMMARIO: 1. *Posizione del problema, le esigenze di tutela*. - 2. *La responsabilità contrattuale dell'emittente, limiti dello strumento*. – 2.1. *L'imputabilità dell'inadempimento, tra diligenza, "responsabilità oggettiva per rischio di impresa"*. - 2.1.1. *L'allocazione del rischio in caso di forza maggiore o di* facta principis. – 2.2. *Verso forme di responsabilità oggettiva dell'emittente.* - 2.2.1. *Criteri ricostruttivi del criterio di prevedibilità; il "criterio del miglior assicuratore"*. - 2.2.2. *La prassi commerciale internazionale, l'esperienza di* common law *e la rilevanza dei concetti di prevedibilità e "sfera di controllo" come criteri di ripartizione del rischio*. – 2.3. *Gli incerti contorni della legittimazione ad agire dell'investitore danneggiato*. - 2.3.1. *Legittimazione del singolo o legittimazione del gruppo?* - 2.4. *La problematica quantificazione del danno subito dagli investitori*. - 2.5. *Ammissibilità della tutela in forma specifica. – 2.6. La valorizzazione del principio di buona fede*.

1. *Posizione del problema, le esigenze di tutela*.

Il tema della tutela dei portatori dei titoli diversi dalle azioni in occasione di operazioni straordinarie([1]), già oggetto in passato di non trascurabile interes-

([1]) Nel prosieguo si discorrerà di "operazioni straordinarie" per mera economia linguistica, nella piena consapevolezza delle ambiguità che potrebbe ingenerare il termine in questione, privo di un preciso significato normativo ma mutuato dalla scienza aziendalistica e colà utilizzato per descrivere un'ampia rosa di fenomeni organizzativi.

Al fine di una più compiuta individuazione del significato da attribuirsi al termine "operazioni straordinarie" si ritiene comunque opportuno rifarsi all'ampia riflessione sviluppatasi con riferimento all'individuazione del campo di operatività delle assemblee speciali *ex* art. 2376 c.c., là dove la dottrina ha tentato di individuare e categorizzare le operazioni foriere di un pregiudizio giuridicamente rilevante. V. sul punto quanto osservato *infra* al cap. II, § 1.6.3., e, tra i molti, C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3, tomo 2, UTET, Torino, 1993, 501 *ss*., in part. 541 *ss*.; F. GALGANO, *Recensione a Mignoli*, in *Riv. dir. civ*., 1961, I, 276 *ss*.; P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1999, 228; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960, 257 *ss*.; ID., *La nozione di categorie e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Riv. dir. comm*., 1953, I, 434 *ss*.; A. LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 2008.

Si può comunque sin d'ora chiarire come le operazioni che qui interessano sono quelle che, con le più svariate modalità, determinano una modificazione di una posizione giuridica incorporata in un titolo e derivante da esso medesimo, che lo segue nelle sue vicende circolatorie ed è allo stesso "inerente" a prescindere dalla soggettività del portatore. Tale nozione di "pregiudizio rilevante" emerge con particolare evidenza nell'ambito di quel peculiare *genus* di "ope-

se da parte della dottrina e di molteplici interventi normativi e decisioni giurisprudenziali, costituisce l'oggetto della presente ricerca.

L'analisi verrà condotta nella piena consapevolezza, già altrove ribadita(2), che il tema prescelto implica necessariamente la considerazione di un conflitto tra opposti interessi rilevabile in molteplici tipologie di operazioni straordinarie. E' infatti frequente nella pratica che da operazioni formalmente lecite - o addirittura autoritativamente imposte(3) - derivino pregiudizi di natura patri-

---

razioni straordinarie" rappresentato dalla fusione, dalla scissione e dalla trasformazione, in cui alla "modificazione della veste giuridica" della struttura corporativa dei soggetti coinvolti consegue inelluttabilmente la predetta modificazione delle posizioni giuridiche incorporate nella partecipazione.

Nella dottrina nordamericana v. W. W. BRATTON JR., *Corporate Finance*5, Foundation press, New York, 2003, 244, il quale fa notare come tali operazioni, normalmente poste in essere da un emittente in condizioni di crisi finanziaria, sono indicate utilizzando vari termini (*workout, composition, restructuring,* o anche lo stesso *recapitalization*), che hanno tutti in commune il fatto di indicare una situazione in cui l'emittente in crisi tenta di trarre vantaggio dalla circostanza che i titoli incorporanti le proprie obbligazioni sono oggetto di negoziazioni ad un valore di molto inferiore a quello nominale

La dottrina tedesca, nell'affrontare il tema dei pregiudizi subiti dai portatori di *Genussrechte* (su cui v. *infra* il § 1.6.3), indica tali modificazioni strutturali con il termine *Grundlagenentscheidungen*.

(2) Nell'ambito del percorso di formazione che ha portato all'elaborazione della presente dissertazione dottorale, sia permesso il richiamo a quanto già osservato, in relazione al fenomeno della offerte pubbliche "coercitive", in A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della* pressure to tender, in *Giur. comm.*, 2014, I, 96 *ss.*, in part. 97-99; in relazione ai fenomeni di conversione forzata di azioni v. ID., *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie, parità di trattamento, alienazione di azioni di s.p.a.* ante causam *e perdurante titolarità del diritto al risarcimento* ex *art. 2377*3 *c.c.*, nota a Trib. Roma, 7 luglio 2011, n. 14708, in *Giur. comm.*, 2013, II, 274 *ss.*, in part. 290.

Analogamente, individuando un conflitto tra opposti interessi, v. M. BARALDI, Warrants *e patto di opzione*, Cedam, Padova, 2012, 112; F. GUERRERA, *I* warrants *azionari nelle operazioni di aumento del capitale*, Giappichelli, Torino, 1995, 240.

(3) Si pensi al caso di revoca dalle quotazioni prevista dal Regolamento di Borsa Italiana per sopravvenuta insufficienza del flottante, v. sul punto, sempre nello spirito di quanto osservato alla nt. precedente, A. CAPIZZI, *Opa residuale*, delisting *e inadempimento dell'obbligo di conversione di* warrants: *operazioni straordinarie, prevedibilità del* factum pricipis *e tutela dei portatori di titoli "ibridi"*, nota a Cass., 7 maggio 2010, n. 11125, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1299 *ss.*, in part. 1305.

Particolarmente incisiva è la descrizione del fenomeno che è possibile rinvenire in uno dei più diffusi e noti manuali nordamericani: W. W. BRATTON JR., *Corporate Finance*, *cit.*, 174 *ss.*: "Legal issues arise when junior security holders, generally common stockholders, exercise their control powers so as to benefit themselves at the expense of senior claimants. Since the seniors'

moniale, diretti o indiretti, ai portatori dei titoli diversi dalle azioni dalla società emittente([4]), che non viene in considerazione nel caso di revoca della quotazione. Pregiudizi che, lo si ripete, ai fini della presente ricerca rilevano sia quando hanno ad oggetto *direttamente* le posizioni giuridiche incorporate in tali titoli([5]), sia quando *indirettamente* comportano un danno al valore economico della partecipazione. L'interesse individuale rilevante dei soggetti coinvolti in un'operazione straordinaria è infatti quello alla conservazione del valore economico della partecipazione([6]).

---

and juniors' legal rights are embodied in investment contracts (which, in the case of stock, include provisions from the corporate code of the chartering state), the issues in the first instance involve the interpretation of contracts and statutes. Sometimes, the junior security holders wield their power to injure the interests of senior security holders during prosperous times, as where additional senior capital is borrowed to invest in riskier projects or to fund a return of capital to the common stockholders. Here, if the senior claimants have not reserved contract rights against the injurious course of conduct, the legal question will be whether such a right should be implied in fact or in law. More often, the setting for senior-junior conflict is one of economic adversity. The company has experienced operating losses over an extended period, and default on senior obligations is imminent or may have already occurred. In this context the common stockholders, through their management representatives, may seek to rebargain the relationship with the senior security owners in order to preserve for themselves an economic interest in the enterprise t a minimum sacrifice. The seniors, on the other hand, will prefer a strict enforcement of their contract rights, even if that entails the extinguishment of the common stockholders' interest and possibly a liquidation of the corporation. A tug-of-war follows. In this conflict the common stockholders often have the advantage both of having drafted (through their representatives, and without serious or direct bargaining by the seniors) the original investment contract and, by comparison with the seniors, of controlling the enterprise thereafter. As a consequence the seniors often occupy a weaker negotiating position than the common, and sometimes even may be subject to its dictates. In addition, therefore, to issues of contract interpretation, a major question concerns legal constraints on the rebargaining process addressed to this apparent inequality".

([4]) Parzialmente diverso è il discorso, che verrà affrontato nei limiti di cui *infra*, concernente i mezzi di tutela a disposizione degli azionisti dell'emittente aventi diritto di voto nell'assemblea ordinaria.

([5]) Cfr. R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 563 *ss.*, in part. 566; P. GROSSO, *Categorie di azioni*, cit., 177; C. COSTA, *Le assemblee speciali*, cit., 535.

([6]) Interesse cui più volte si farà riferimento nell'ambito della presente indagine, cfr. L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Giuffrè, Milano, 2002, 3 ss.; G. DOMENICHINI, *Fusioni e scissioni – profili civilistici delle recenti evoluzioni della prassi*, in *Il contr. leg. dei conti*, 2001, 115 *ss.*, in part. 128, con riferimento agli artt. 2501-*ter*[1], n. 3 e 2501-*sexies* c.c., ove una distinzione tra l'interesse "a mantenere inalterato il valore patrimoniale della propria partecipazione prece-

L'esigenza di proteggere gli investitori da tali tipologie di pregiudizi impone una delicata operazione di bilanciamento con l'opposta - ma altrettanto meritevole - istanza di salvaguardia della libertà decisionale dell'emittente(7). Operazione, questa, agevolmente riconducibile alla nota questione dell'alternativa tra equità ed efficienza. La prima, rappresentata dall'esigenza di assicurare un ristoro agli investitori spogliati del valore del proprio investimento, il che costituisce un vero e proprio "fallimento del mercato"; la seconda, interpretata nel senso di prediligere la distribuzione del rischio connesso a tali eventi più razionale e prevedibile possibile, così da non comprimere oltremodo la libertà decisionale dell'emittente e quindi, in definitiva, la stessa fluidità del mercato(8).

---

dente" a quello degli stessi "a far sì che la loro partecipazione relativa sia, nel complesso, equivalente a quella precedente"; P. MARCHETTI, in AA.VV., *Decreto del Presidente della Repubblica 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Le nuove leggi civ. comm*., 1988, 183, con riferimento al caso dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione: "ciò che viene tutelato come posizione individuale [è] il valore economico assoluto della posizione"; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7, tomo 2, UTET, Torino, 2004, 4 *ss*., in part. 166: la tutela del socio in caso di scissione "implica la conservazione del medesimo valore economico grazie alla predisposizione del rapporto di cambio"; A. VICARI, *Gli azionisti*, cit., 37-38 e bibliografia alla nt. 75.

(7) Sulla rilevanza di un "costante adeguamento del rapporto sociale alle esigenze espresse dalla realtà nella quale la società è destinata ad operare" v. già A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni* (ed. provv.), Giuffrè, Milano, 1965, 88 *ss*.; analogamente v. F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Giuffrè, Milano, 1963, 87.

(8) Il concetto è stato perspicuamente espresso da una nota decisione della *Chancery Court* del Delaware (cfr. *In Re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, 808 A.2d 421, Del Ch. 2002), nell'ambito di una offerta pubblica di acquisto finalizzata al raggiungimento della quota di capitale necessaria ad attuare una *short-form merger*, là dove il *Vice Chancellor* Leo Strine si è chiesto se "when a transaction to buy out the minority is proposed, is it more important to the development of strong capital markets to hold controlling stockholders and target boards to very strict (and litigation-intensive) standards of fiduciary conduct? Or is more stockholder wealth generated if less rigorous protection are adopted, which permit acquisitions to proceed so long as the majority has not missed or strong-armed the minority? Is such flexibility in fact beneficial to minority stockholders because it encourages liquidity-generating tender offers to them and provides incentives for acquirers to pay hefty premiums to buy control, knowing that control will be accompanied by legal rules that permit a later "going private" transaction to occur in realatively non-litigious market?".

L'apparente schematicità e univocità di tale alternativa è però resa più complessa dalle reciproche interferenze tra livello di tutela accordato agli investitori e dinamicità del mercato. Un'eventuale diminuzione di tale dinamicità, se connessa ad un sensibile incremento delle tutele, può in ipotesi essere ritenuta accettabile. D'altra parte, qualora ciò rendesse in concreto più difficile lo smobilizzo degli investimenti, da più parti si è osservato come ciò potrebbe causare un opposto, se non maggiore, danno agli stessi investitori che si intendeva tutelare.

Quest'ultima argomentazione, che ripone molta fiducia nella versione c.d. "forte" della teoria dei mercati dei capitali efficienti([9]), probabilmente non tiene conto del fatto che la tutela degli investitori marginali in occasione di operazioni realizzate da gruppi di controllo non si risolve esclusivamente nella protezione di "soggetti deboli", *ma dispiega anche benefici effetti sull'intero sistema*([10]). Un ordinamento che renda prevedibili le conseguenze dell'investimento anche per i soggetti non in grado di influire sulle scelte concernenti la vita societaria incrementa la fiducia nel mercato, riduce i "rischi di espropriazione" e, conseguentemente, lo stesso costo del capitale per gli emittenti([11]). Un ordinamento

---

([9]) Su cui, per un primo approccio, v. GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Virginia Law Rev.*, 1984, 549 *ss.*; EID., *The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in *Journ. Corp. Law.*, 2003, 716 *ss.*, in cui si da conto delle molteplici critiche cui la *Efficient Capital Market Hypoteses* (ECMH) è stata sottoposta da parte della c.d. "*behavioral finance*", o "finanza comportamentale"; v. inoltre JENSEN – RUBACK, *The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 1983, 5 *ss.* e H.G. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, in *The Journal of Political Economy*, 1965, 110 *ss.*.

([10]) V. analogamente V. BRUDNEY, *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism: In Bad Times and Good*, in *Harv. Law Rev.*, 1992, 1821 *ss.*, in part. 1825, "Considerations of optimal social result and individual equity suggest that a corporate debtor should be precluded from effectively compelling an outcome in voluntary readjustments with dispersed bondholders that disadvantages them more than would a voluntary readjustment with a sole lender". V. inoltre quanto osservato *infra* alla nt. 465 e al testo corrispondente.

([11]) Un investitore razionale, ove stimasse come concreto il rischio di essere danneggiato nel corso di tali operazioni, potrebbe essere indotto a domandare uno sconto sul valore dei titoli o ad astenersi dall'investimento, aumentando così il costo del capitale per le imprese. V., sul punto, T. BONNEAU, *La diversification des valeurs mobilières: ses implications en droit des sociétés*, in *Rev. trim. dr. comm. et dr. èconom.*, 1988, 535 *ss.*, in part. 578 *ss.*; HADDOCK-MACEY-MCCHESNEY, *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*, in *Va. L. Rev.*, 1987, 701 *ss.*; C. LUTTERMANN, *Unternehmen, Kapital und Genußrechte. Eine Studie uber Grundlagen der Unternehmensfinanzierung*

che ciò non faccia è, al contrario, molto probabilmente destinato a limitare la possibilità che le imprese possano rivolgersi sul mercato per ottenere i capitali necessari allo svolgimento della loro attività.

Si impone quindi una riflessione sulle possibili spoliazioni in cui potrebbero incorrere in caso di operazioni straordinarie i portatori di azioni speciali o, più in generale, di titoli diversi dalle azioni e sui conseguenti ipotizzabili metodi di tutela, anche alla luce di quegli studi che individuano una relazione virtuosa tra grado di protezione degli investitori e sviluppo del mercato finanziario([12]) oltre che della ormai acquisita consapevolezza della "concorrenza tra ordinamenti" societari([13]). Tutto ciò senza adottare visioni aprioristicamente favorevoli alla tutela dell'investitore/soggetto debole in quanto "bene assoluto" e quindi tenendo sempre a mente la necessità appena richiamata di un ragionevole bilanciamento tra le esigenze opposte, ma ugualmente meritevoli di attenzione, di conservazione del valore dell'investimento da un lato e di libertà decisionale della società emittente dall'altro([14]).

I possibili fallimenti del mercato e le lacune della c.d. teoria dei mercati dei capitali efficienti inducono perciò a ritenere opportuna una riflessione su quali

---

und zum internationalen Kapitalmarktrecht, Mohr-Siebeck, Tübingen, 1998, 27; proprio con riferimento alle teorie utilitaristiche di Easterbrook e Fischel v. D. PREITE, *L'"abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1992, 284, nt. 83. Nello stesso stesso v. già C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio*, Giuffrè, Milano, 1984, 70; U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, in *Riv. soc.*, 2002, 1062 *ss.*, in part. 1071.

([12]) Cfr. LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *Journ. of Fin.*, 1997, 1131 *ss.*; EID., *Law and finance*, in *Journ. of Pol. Ec.*, 1998, 113 *ss.*; EID., *Investor Protection and Corporate Governance*, in *J. Fin. Econ.*, 2000, 3 *ss.*; J. COFFEE JR., *The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, in *Northwestern University Law Rev.*, 1999, 641 *ss.*; ID., *The Rise of Dispersed Ownership: the Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, in *The Yale Law Journ.*, 2001, 1 *ss.*.

([13]) Cfr. nello stesso senso U. TOMBARI, *Azioni di risparmio,* cit., 1066; ID., *Azioni di risparmio e strumenti ibridi "partecipativi"*, Giappichelli, Torino, 2000, 17 *ss.*. V. inoltre S. GRUNDMANN, *Regulatory competition in European company law – some different genius?*, in FERRARINI-HOPT-WYMEERSCH (a cura di), *Capital Markets in the Age of the Euro, The Hague*, 2002, 561 *ss.*; MUNARI-TERRILE, *The Centros Case and the Rise of an EC Market for Corporate Law*, *ivi*, 529 *ss.*.

([14]) Sulla necessità di una tutela equilibrata v., oltre agli autori già citati, A. FUSCONI, *Economia e struttura dei mercati degli strumenti finanziari*, Giappichelli, Torino, 1999, 63 *ss.*; A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 492 *ss.*.

siano i metodi per assicurare l'attuazione di operazioni di ristrutturazione della struttura finanziaria delle società emittenti fisiologicamente imposte da reali esigenze economico-aziendali, al contempo individuando adeguati strumenti correttivi che comportino una *equilibrata distribuzione del costo* delle medesime operazioni.

Le molteplici forme con le quali la società emittente è in grado di riorganizzare la propria struttura finanziaria possono infatti spesso risolversi in un'indebita espropriazione di un numero spesso molto consistente di investitori nella società; ciò a tutto vantaggio dei soci di controllo che in tal modo riescono ad appropriarsi dei benefici economici – c.d. *tunneling*([15]) - in termini di maggior raccolta della provvista finanziaria a suo tempo ottenuti mediante la quotazione dei titoli azionari su di un mercato regolamentato.

Il tema di ricerca appena accennato si colora poi di particolari e stimolanti sfumature qualora si affronti, come ci si propone di fare, il problema dei pregiudizi subiti per effetto di operazioni straordinarie dai portatori di azioni tipologicamente "speciali", ossia dotate di "diritti diversi" di natura amministrativa e/o patrimoniale, la cui rilevanza è peraltro noto essere destinata ad aumentare a seguito delle sempre maggiori aperture operate dal legislatore nel senso di favorire la raccolta di provvista finanziaria da parte delle società di capitali([16]). E'

([15]) Cfr. JOHNSON-LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER, *Tunneling*, in *American Economic Review*, 2000, 22 *ss.*, in part. 22: "we use the term «tunneling» narrowly to refer to the transfer of resources out of a company to its controlling shareholder". Il *tunneling* può avvenire secondo due modalità: una prima, universalmente proibita, in cui l'azionista di controllo trasferisce (o si appropria di valore) mediante transazioni in conflitto di interesse; una seconda, più sottile, posta in essere mediante aumenti di capitale, estromissione delle minoranze, *insider trading*, o altre operazioni finanziarie che discrimino le minoranze. V. inoltre pag. 24, in cui si sottolinea come l'approccio verso operazioni di probabile *tunneling* sia molto differente tra le corti di *civil law* e quelle di *common law*. Mentre nei paesi di *civil law* si tende a privilegiare la prevedibilità della risposta giuridica, così affidandosi soprattutto a regole relativamente poco elastiche per governare comportamenti opportunistici del socio di maggioranza, al contrario le esperienze di *common law* tendono ad enfatizzare la nozione di *fairness*, così ampliando notevolmente la discrezionalità giudiziale. Cfr. inoltre ATANASOV-BLACK-CICCOTELLO, *Law and Tunneling*, in *Ecgi Law Working Paper* n. 178/2011, disponibile al link http://ssrn.com/abstract=1444414, in cui un accurata ricostruzione casistica delle varie tipologie di *tunneling*, suddiviso in *cash flow tunneling*, *asset tunneling* ed *equity tunneling*.

([16]) Per una considerazione in tal senso, proprio con riferimento al tema oggetto della presente indagine, v. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 308 nt. 227. Sulle conseguenze derivanti dalla

necessario considerare che il tipo della grande società per azioni che fa ricorso al capitale diffuso, specialmente se quotata, costituisce sempre più un mero "*financing vehicle*"([17]), una "comunità di rischio"([18]) non solo tra i soci, ma tra tutti i soggetti che a diverso titolo contribuiscono al suo finanziamento, con la conseguente necessità di prevedere adeguati strumenti di tutela dei finanziatori in

---

formulazione dei novellati artt. 2348 ss. c.c. v. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, UTET, Torino, 2007, 591 *ss*., in part. 605, che individua il criterio discretivo per distinguere la "categoria" nella presenza di "regole diverse dell'organizzazione societaria; ossia di regole che si applicano ad un gruppo di azioni oggettivamente predeterminate, in modo diverso rispetto alle altre azioni", di cui i "diritti diversi" di cui discorre l'art. 2348[2] c.c. costituirebbero una mera manifestazione; v. inoltre U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc*., 2007, 965 *ss.* e la bibliografia cit. alla nt. 14. Antecedentemente alla riforma del 2003 v. già C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, XVI, UTET, Torino, 1985, 195 *ss*., in part. 285; P. FERRO LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm*., 1988, I, 193 *ss*., in part. 202.

([17]) Cfr. U. TOMBARI, *Le categorie speciali*, cit., 1088, che richiama il pensiero di E. FERRAN, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford University Press, Oxford, 1999.

([18]) Cfr. U. TOMBARI, *Le categorie speciali*, cit., 1088, e ampia bibliografia statunitense alla *nt.* 63, 64, 65 e 66. L'espressione "comunità di rischio" (*Wagnisgemeinschaft*) è di C. LUTTERMANN, *Unternehmen, Kapital und Genußrechte*, cit., 23.

Per la dottrina italiana v. fra tutti G. FERRI, *Le società*[3], in *Tratt. Vassalli*, UTET, Torino, 1987, 524 ss., il quale però dalla constatazione circa l'esistenza di una "comunità di rischio" tra tutti i fornitori di capitale derivava la non estraneità del rapporto obbligazionario a quello sociale, qualificando gli obbligazionisti come gruppo esterno, "sia pure differenziato più o meno nettamente dai gruppi di azionisti delle varie categorie, soprattutto in funzione delle diverse alee che gli obbligazionisti intendono correre e delle diverse utilità che intendono conseguire attraverso il loro investimento". La questione, ai fini del presente studio, circa il rapporto tra gruppo degli obbligazionisti e società e la conseguente rilevanza di una nozione di interesse "del gruppo" differenziata rispetto a quella di "interesse sociale" è sicuramente meritevole di approfondimento (v. *infra* nel presente paragrafo). V. anche, per una prospettiva finanziaria dell'operazione di conferimento, G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Giuffrè, Milano, 2001, 31 *ss*.. Nello stesso senso v. anche M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, 109 *ss*.; M. S. SPOLIDORO, *Capitale sociale* (ad vocem), in *Enc. Dir*., *Agg*. IV, Giuffrè, Milano, 2000, 195 *ss*., in part. 207 e nt. 55, a giudizio del quale, in particolare nella s.p.a. con azioni diffuse, "gli stessi azionisti sono dei fornitori di finanziamenti, i quali – in ragione della loro sottoposizione al rischio di impresa – vengono dotati di un diritto di partecipazione alle decisioni di gestione dell'impresa stessa e sulla sua organizzazione strutturale. Se ci si pone in questo ordine idee, il rapporto fra creditori esterni e soci è in realtà un rapporto fra diverse classi di finanziatori dell'impresa, che concorrono fra loro secondo un certo ordine di rango".

caso di operazioni straordinarie che alterino le condizioni (economiche e di assetto corporativo) alle quali sono state emesse le diverse di tipologie di strumenti di finanziamento.

Ciò premesso, si può convenire con l'opinione di chi ha affermato che, anche "*se non v'è dubbio che la disciplina dei valori mobiliari tocchi soltanto indirettamente la società, in quanto soggetto che fa appello al pubblico risparmio sui mercati regolamentati, le regole proprie di tale mercato ben potrebbero influenzarne sia l'organizzazione ed il funzionamento, sia la gestione imprenditoriale, vietando, dilazionando o sottoponendo a condizioni operazioni che - in una visione astratta ed "atomistica" - sarebbero altrimenti perfettamente lecite per il diritto societario*" ([19]).

E' così constatazione comune, ai limiti del banale, quella per cui una tutela equiparata a quella dei diritti soggettivi perfetti, con la conseguente necessità di ottenere il consenso unanime degli interessati da ogni operazione sulla struttura finanziaria, mal si sarebbe conciliata con le esigenze proprie di una struttura imprenditoriale societaria([20]). Nondimeno, permane l'esigenza di individuare altri rimedi avverso quelle decisioni della maggioranza assembleare che, in maniera sostanzialmente espropriativa, modifichino la struttura finanziaria dell'emittente, a tutto danno di coloro che la hanno finanziata([21]). L'urgenza dell'approfondimento è inoltre giustificata da quegli studi che, ad esempio con

([19]) V. M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899 ss., in part. 911. Nello stesso senso v. G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, V, Giuffrè, Milano, 2001, 757; U. TOMBARI, *Le categorie speciali*, cit., 1063. Quello degli effetti dell'innovazione finanziaria sui tradizionali principi del diritto societario è un tema già molto affrontato all'estero, cfr. HU, *New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare*, in *Texas Law Review*, 69 (1991), 1277 *ss.*. Per la dottrina tedesca v. K. HOPT, *Europäisches Kapitalmarktrecht - Rückblick und Ausblick*, in S. GRUNDMANN (a cura di), *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts*, Tübingen, 2000, 312; U. NOACK, *Moderne Kommunikationsformen vor den Toren des Unternehmensrechts*, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1998, 592 ss., in part. 594.

([20]) Cfr., fra i molti, con riferimento ai "diritti particolari" attribuiti alle categorie di azioni, M. MAUGERI, *Delibera di fusione, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Studi in onore di Giuseppe Zanarone, a cura di Benazzo-Cera-Patriarca, UTET, Torino, 2011, 541.

([21]) Sul punto v., con riferimento alle delibere di conversione forzata di azioni, C. COSTA, *Conversione di azioni privilegiate a voto limitato in ordinarie: assemblee speciali, poteri e limiti*, nota Trib. Milano, 15 luglio 1982, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, II, 474 *ss.*, in part. 481; ID., *Il rappresentante comune,* cit., 70.

riferimento alle azioni di risparmio, hanno rilevato l'anormale "sconto" – maggiore di quasi tutte le altre situazioni occidentali - che nel mercato azionario italiano subiscono le azioni senza diritto di voto rispetto a quelle con diritto di voto, spiegabile anche in base alle espropriazioni attese dai portatori delle medesime([22]).

Obiettivo della presente ricerca è allora quello, già in altro luogo accennato([23]), di appurare se operazioni di modificazione della struttura finanziaria e patrimoniale dell'emittente che vadano ad arrecare pregiudizi al valore economico dei titoli diversi dalle azioni ordinarie possano essere attuate, anche a prescindere dal consenso dei gruppi incisi, a patto che vengano posti in essere correttivi che, in base ad un "principio di equivalenza" sterilizzino i danni causati attribuendo diritti, per l'appunto, "equivalenti"([24]). L'opzione appena prospettata, in base al quale l'interesse individuale dei soggetti incisi da un'operazione straordinaria, pur pretermesso, potrebbe essere compensato per equivalente,

---

([22]) Cfr. M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla* governance *dell'impresa*, Il Mulino, Bologna, 2003, 221; BREALEY-MYERS-SANDRI, *Principi di finanza aziendale*[3], McGraw Hill, Milano, 1999, 343; v. anche *Le azioni di risparmio*, Quaderno AIAF n. 86, Milano, 1997, 31 *ss*.; diffusamente sul punto v. U. TOMBARI, *Azioni di risparmio*, cit., 1084-1085. V. anche l'esauriente bibliografia citata alle ntt. 51 e 52. Il medesimo autore fa presente come tale "sconto" si sia fortemente ridotto sul finire degli anni '90 del secolo scorso, permanendo però ancora a livelli elevati.

([23]) Sia permesso ancora il richiamo a A. CAPIZZI, *Opa residuale*, cit., in cui si è più nello specifico cercato di ricostruire il quadro dei rimedi a disposizione del titolare di *warrants* – ma più in generale di titoli di finanziamento diversi dalle obbligazioni – impossibilitato ad esercitare i diritti in essi incorporati a seguito di una causa sopravvenuta di impossibilità della prestazione dovuta a provvedimento dell'autorità (c.d. *factum principis*); v. inoltre *ivi* 1326 *ss*., in cui si è posta la necessità di indagare "l'estensione nel nostro ordinamento di un principio che imponga ai soggetti che intendano porre in essere operazioni straordinarie - dalle quali possa derivare l'impossibilità giuridica di emettere o mantenere determinate tipologie di titoli o l'impossibilità di esercizio dei diritti in essi incorporati - di assicurare "diritti equivalenti" ai finanziatori dell'impresa".

([24]) Per un'impostazione in tal senso con riferimento ai principi desumibili dall'art. 2503-*bis* c.c. in tema di trattamento degli obbligazionisti convertibili nella fusione (su cui v. *infra* il Cap. II, § 1.5.1.3) e sulla loro applicabilità anche alle azioni e ai titoli diversi dalle azioni forniti di diritti speciali v. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 309 *ss*.; v. inoltre G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 5, UTET, Torino, 1988, 485; M. CIAN *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella "nuova" s.p.a.*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, UTET, Torino, 2007, 737 *ss*., in part. 759 *ss*.

può essere accostata a quella teoria([25]) che, nell'ambito della c.d. "economia del benessere", ha teorizzato il superamento del modello paretiano, in base al quale una modificazione di uno stato del mondo è accettabile solo a patto che almeno un soggetto si trovi in una situazione migliore e che nessuno venga a trovarsi in una situazione peggiore, ammettendo che chi trae vantaggio da un cambiamento dello stato del mondo compensi in modo diretto e specifico chi perde. Tutto ciò senza accennare un aspetto che forse meriterebbe maggiore attenzione, ma che in questa sede può essere soltanto portato all'attenzione di chi legge, e cioè che un punto debole, forse ineliminabile, dell'impostazione teorica appena descritta stia nella possibilità di accertare con sufficiente grado di certezza il *quantum* della necessaria "compensazione equivalente" da attribuire ai soggetti incisi([26]).

Una tale impostazione dell'indagine si ritiene possa trovare ampio spazio nell'ordinamento italiano che, analogamente a quello francese([27]), nel tempo ha introdotto una regolamentazione legale più o meno penetrante a tutela dei portatori di titoli diversi dalle azioni. Si tratta però di una scelta di politica legisla-

---

([25]) Cfr. J. HICKS, *The Foundations of Welfare Economics*, in *The Economic Journal*, 1939, 696 *ss.*; N. KALDOR, *Welfare Propositions in Economics and Interpersonal Comparisons of Utility*, *ivi*, 549 ss.. Per analoghe considerazioni cfr. D. PREITE, *L'"abuso"*, cit., 189 ss.; A. VICARI, *Gli azionisti*, cit., 41 nt. 81 e nt. 82, il quale rileva come "in questo senso, dovrebbe ammettersi la possibilità – a condizione che all'esito dell'operazione tutti i soci siano posti in una situazione di c.d. "incremento netto di utilità" rispetto alla situazione precedente – che tale utilità risulti assegnata solo ad alcuni soci, in tutto o in parte, per equivalente. Si tratta in sostanza […] di un incremento paretiano con compensazione assegnata, anziché mediante una *property rule*, mediante una *liability rule*".

([26]) Su cui v. parzialmente quanto osservato *infra* al Cap. I, § 1.4. Non è un caso se lo stesso criterio di Kaldor-Hicks sia stato sottoposto a radicale critica proprio sotto tale punto di vista, cfr. T. SCITOVSKY, *A Note on Welfare Propositions in Economics*, in *The Review of Economic Studies*, 1941, 77 *ss.*, cfr. sul punto C. COSCIANI, *Scienza delle finanze*, UTET, Torino, 1991, 66 ss., che rileva come ciò comporti la possibilità di comportamenti "strategici" da parte dei danneggiati, che potrebbero essere indotti a "ingigantire la loro perdita di utilità" e chiedere un compenso superiore al danno che effettivamente subirebbero (esercitando in tal modo, di fatto, un potere di ricatto), con il possibile effetto di impedire un cambiamento che, se si fossero potute conoscere le effettive variazioni di benessere, sarebber stato ritenuto, in base a quei criteri [di compensazione] socialmente desiderabile".

([27]) V. sul punto *infra* il Cap. II, § 1.6.2..

tiva che deve essere necessariamente relativizzata, dato che in altre esperienze, come quella tedesca o statunitense([28]), si è invece preferito rimettere la soluzione del problema quasi integralmente all'autodisciplina privata, tramite l'elaborazione di apposite e specifiche clausole dei regolamenti di emissione.

L'analisi del tema prescelto, lo si riconosce, nei suoi ultimi esiti conduce necessariamente ad affrontare la più generale problematica dell'estensione, dei limiti e della stessa fungibilità del principio maggioritario nell'ambito della società per azioni([29]). Tema, questo, che evidentemente trascende gli scopi della presente ricerca e cui si faranno solo alcuni brevi riferimenti nei limiti in cui essi saranno necessari a meglio inquadrare le singole soluzioni tecniche di volta in volta prospettate.

La ricerca si snoderà quindi secondo i seguenti passaggi nodali. In primo luogo si affronteranno tutte quelle opinioni che, in sostanziale consonanza con

---

([28]) V. sul punto *infra* il Cap. II, §§ 1.6.1. e 1.6.3..

([29]) Sulla problematica dei rapporti tra potere dell'assemblea e posizioni dei soci cfr. lo scritto di G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629 *ss.* (oltre che in *Studi in memoria di Enrico Guicciardi*, CEDAM, Padova, 1975, 495 *ss.* e in G. OPPO, *Diritto delle società, Scritti giuridici*, II, CEDAM, Padova, 1992, 347 *ss.*), in part. 646 là dove, ferme restando le limitazioni richieste dalla natura associativa del contratto e dal conseguente operare del principio maggioritario, sottolinea la necessità di difendere quel "minimo di contrattualità" del rapporto sociale, con la conseguenza, si può aggiungere, che il principio generale di mutuo consenso nella modificazione del rapporto contrattuale di cui all'art. 1372 c.c. non può essere violato sempre e comunque, senza che venga approntato alcun correttivo.

Una rilettura attuale del pensiero di Oppo, e in particolare delle soluzioni (nello specifico contrarie all'ammissibilità di un'operazione di conversione a maggioranza di titoli azionari) a suo tempo proposte dal Maestro – oggetto di molteplici critiche e in un certo qual modo "controtendenza" rispetto all'evoluzione seguita dal nostro ordinamento negli ultimi 40 anni - è stata data da G. SCOGNAMIGLIO, *Tutela del socio e ragioni dell'impresa nel pensiero di Giorgio Oppo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 1 *ss.*, v. in part. la nt. 42 a pag. 16, in cui, subito dopo un richiamo proprio all'ipotesi di conversione di azioni già in circolazione come esempio di modificazione di un "assetto reciproco di interessi originariamente concordato", fa presente come "l'intento di Oppo nello scritto ora considerato non è quello di individuare il fondamento e la giustificazione generale di un (pre)supposto principio di uguaglianza dei soci, bensì, se si vuole al contrario, quello di individuare nel rispetto delle posizioni contrattuali reciproche e delle proporzioni originariamente fissate della rispettiva partecipazione ai vantaggi e ai pesi dell'azione comune il significato ed il ruolo del contrattualismo in materia societaria (come presidio e baluardo contro possibili utilizzi disinvolti e spregiudicati del principio maggioritario) ed al tempo stesso di indicare il contenuto e l'estensione massimi attribuibili al principio di uguaglianza nel diritto societario".

gli obiettivi di tutela appena individuati, hanno però intrapreso un percorso ermeneutico diverso da quello prescelto da chi scrive, valorizzando la duttilità insita nel sistema prettamente privatistico della responsabilità contrattuale e adattandone le relative caratteristiche al peculiare rapporto che si instaura tra la società emittente e i sottoscrittori dei titoli da quest'ultima emessi.

Si passerà quindi all'analisi dell'ampio e complesso *corpus* di norme dedicate dal legislatore alla protezione degli obbligazionisti convertibili in occasione di operazioni straordinarie il quale, per ricchezza del materiale normativo e ampiezza del dibattito sia giurisprudenziale sia dottrinario che ha generato, si ritiene costituisca il miglior banco di prova per testare l'attuale consistenza e le caratteristiche del principio "dell'equivalenza dei diritti", così come prima definito in via meramente programmatica.

La scelta di concentrare l'attenzione sul tema della protezione degli obbligazionisti convertibili è stata quindi perlopiù dettata da ragioni di economia espositiva, giacché le norme ad esso dedicate non costituiscono l'unico "punto di emersione" nel nostro sistema del principio di equivalenza dei diritti. Si pensi, a titolo meramente esemplificativo, all'art. 2506-*bis*[4], c.c. in tema di scissione, ai sensi del quale, nel caso in cui il progetto "preveda un'attribuzione delle partecipazioni ai soci non proporzionale rispetto alla loro quota di partecipazione originaria, il progetto medesimo deve prevedere il diritto dei soci che non approvino la scissione di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso, indicando coloro a cui carico è posto l'obbligo di acquisto"([30]), o all'art. 145[2] T.U.F., in tema di *delisting*([31]), o allo stesso art. 2377[3-4] c.c.([32]). Analogamente, si può considerare

([30]) D'obbligo il richiamo a G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 169 ss.; v. inoltre D. CORSARO, *Note in tema di scissione "asimmetrica" e tecniche redazionali di atti*, in *Riv. soc.*, 2011, 729 *ss.*; M. NOTARI, *La scissione non proporzionale con concambio di tutte le azioni di alcuni soci della società scissa* (parere pro veritate), in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 793 *ss.*.

([31]) Su cui v. *infra* il Cap. III, § 1.6.

([32]) Che in caso di deliberazioni annullabili preclude agli azionisti che non detengano una determinata quota del capitale sociale di ricorrere alla tutela reale, riservando loro una tutela meramente obbligatoria, sul punto v. M. CIAN, Abus d'égalité, *tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, nota a Trib. Catania, 10 agosto 2007, in *Corr. giur.*, 2008, 397 *ss.*; F. D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 707 *ss.*; ENRIQUES-ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in

espressione del principio il novellato art. 2441[4] c.c., là dove in sede di aumento del capitale permette alle società quotate di escludere statutariamente il diritto di opzione, nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, "a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione da un revisore legale o da una società di revisione legale"([33]). Infine, ma il punto meriterebbe un approfondimento ben maggiore, nell'ottica apena esposta può forse essere inquadrata anche la dibattuta questione circa la congruità del rapporto di cambio nella fusione([34]).

Riv. dir. comm., 2006, I, 26; G. GUERRIERI, sub *artt. 2377-2378*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, CEDAM, Padova, 2005, 514 ss.; R. LENER, sub *artt. 2377-2378*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Jovene, Napoli, 2004, 545 ss.; M. LIBERTINI, *Tutela invalidativa e tutela risarcitoria nella disciplina delle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in Genovese (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Giappichelli, Torino, 2004, 1 *ss.*; G. NICCOLINI, *Le deliberazioni assembleari di s.p.a. non conformi a legge o a statuto tra tutela reale e tutela obbligatoria*, in *Rass. giur. en. elettrica*, 2004, 204 *ss.*; A. PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere assembleari. Stabilità ed effetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 55 *ss.*; R. SACCHI, *La tutela obbligatoria degli azionisti nel nuovo art. 2377 c.c.*, in P. BENAZZO-S. PATRIARCA-G. PRESTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Giuffrè, Milano, 2003, 155 *ss.*; Id., *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 2, UTET, Torino, 2007; S. SANZO, *Invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009, 423 *ss.*; P. SCHLESINGER, *Appunti in tema di invalidità delle deliberazioni assembleari di società azionarie dopo la riforma del 2003*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè, Milano, 2011, 563 *ss.*; M. VENTORUZZO, *Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci non legittimati ad impugnare*, in *Riv. soc.*, 2013, 629 *ss.*.

([33]) Cfr. da ultimo sul punto M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 93 *ss.*, in part. § 9.

([34]) La fissazione di un congruo rapporto di cambio, al netto delle divergenti opinioni sul punto, è indubitabilmente diretta a "attribuire a tutti i soci una quota di partecipazione al capitale della società post-fusione proporzionalmente identica a quella posseduta nella società originaria", v. in tal senso A. VICARI, *Gli azionisti*, cit., 134.

Cfr. sul punto in dottrina L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, cit.; B. LIBONATI, *Rapporto di cambio e fusione fra società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, 114 *ss.*; P. G. MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm*, 1993, I, 210 *ss.*; C. SAN-

Si affronteranno quindi nell'ultimo capitolo alcuni specifici nodi della disciplina ancora parzialmente irrisolti o, quantomeno, per i quali si ritiene che le soluzioni prospettate non sempre abbiano tenuto conto dei principi ricavabili dal sistema.

In una prospettiva di futura ricerca si ritiene poi necessario indagare un'altra, alternativa, forma di tutela dei portatori di titoli diversi dalle azioni ordinarie, ben radicata nel sistema e consistente nella sottoposizione dell'operazione straordinaria pregiudizievole, quantomeno nel caso in cui sia volontariamente posta in essere dall'emittente, all'approvazione di un'assemblea speciale in cui sono riuniti i portatori dei titoli incisi. L'analisi muoverà da un'esposizione delle contrastanti opinioni susseguitesi sui numerosi punti problematici sollevati dalla disciplina delle assemblee speciali, su cui allo stato non si può dire sussista in Italia un'opinione generalmente - o anche solo prevalentemente - riconosciuta come accettabile. Si darà quindi conto di

---

TAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7, tomo 2, UTET, Torino, 2004, 419 ss., 323 *ss*..

In giurisprudenza v. App. Torino, 15 ottobre 1992, in *Giur. it*., 1993, I, 795 *ss*., che giustifica un una limitazione della congruità del rapporto di cambio in termini di mera e palese irragionevolezza, arbitrarietà e fraudolenza in base al fatto che si tratterebbe di un "valore legato a specifiche considerazioni di opportunità e convenienza"; Trib. Perugia 26 aprile 1993, in *Riv. dir. comm*., 1995, II, 372 *ss*.: "seppur ammissibili, gli spazi del controllo giurisprudenziale [sulla congruità del rapporto di cambio] sono assai limitati e quindi assai rigorosi devono essere gli elementi probatori posti a fondamento del giudizio di "incongruità""; Cass., 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Giur. it*., 2001, 1188 *ss*., con nota di Weigmann; in *Foro it*., 2001, I, 1932 *ss*., con nota di Nazzicone, *Il sindacato giudiziale sul rapporto di cambio nella fusione*; Trib. Genova, 21 dicembre 2000, in *Riv. dir. comm*., in *Giur. it*., 2001, 1188 ss. e in *Riv. dir. comm.,* 2001, II, 231 *ss*., con nota di Lucarelli*, Rapporto di cambio incongruo, invalidità della fusione e rimedi: una relazione ancora da esplorare*, in *Società*, 2001, 448 *ss*., con nota di Cassottana, *Azione risarcitoria per errata determinazione del rapporto di cambio*; App. Milano, 23 maggio 2003, in *Giur. it*., 2003, 1637 *ss*., con nota di Cagnasso; Trib. Milano, 8 luglio 2004, in *Giur. it*., 2005, 306 *ss*.: "Spetta al giudice controllare non già il merito di scelte imprenditoriali o la giustezza assoluta del rapporto di cambio , ma la sua congruità, la coerenza in particolare tra premesse e conclusioni nella metodologia adottata per la sua determinazione".

V., invece, nel senso di una possibile sindacabilità nel merito Trib. Milano, 28 settembre 1995, in *Giur. it*., 1996, I, 78 *ss*.; Trib. Milano, 2 novembre 2000, in *Riv. dir. comm*., 2001, II, 231 *ss*., in *Foro it*., 2001, I, 1395 *ss*. ed in *Società*, 2001, 448 *ss*.; da ultimo v. Trib. Milano, 27 novembre 2008, n. 14099, in *Giustizia a Milano*, 2008, 74 *ss*..

quanto è stato osservato nel tempo con riferimento ai problemi dell'interesse difeso dalle assemblee speciali e alla conseguente possibile sussistenza di conflitti di interesse in seno alle medesime, alla nozione di pregiudizio rilevante, anche alla luce della lettera degli artt. 2376 e 2415, n. 2 e n. 5, c.c., ed alla refluenza sulle deliberazioni dell'assemblea ordinaria di una mancata approvazione in sede di assemblea speciale.

L'esposizione dei suddetti punti problematici sarà sempre condotta in parallelo ad un'analisi comparatistica su come essi sono stati affrontati in diversi ordinamenti, con particolare riferimento alle soluzioni adottate nei paesi di *common law*. L'analisi di tali esperienze sarà diretta a dimostrare un assunto più generale in base al quale la tutela degli interessi degli investitori in ipotesi di operazioni straordinarie volontariamente poste in essere dall'emittente può essere affidata alternativamente, quasi in base ad un principio di "succedaneità funzionale", in base alla discrezione del legislatore, a due diversi e contrapposti "sistemi di tutela".

La descrizione a livello tassonomico delle due diverse famiglie di rimedi può esser compiuta evocando la nota contrapposizione tra regole proprietarie e regole di responsabilità([35]): da un lato un sistema di tutela che consente il compimento dell'operazione straordinaria a patto che l'emittente assicuri diritti equivalenti ai danneggiati; dall'altro lato un sistema che subordina la possibilità stessa che l'operazione venga attuata ad un voto favorevole da parte della maggioranza dei soggetti da essa incisi.

Ancora, la soluzione prospettata può essere meglio inquadrata facendo ricorso ad un'altra categorizzazione, elaborata da Zohar Goshen([36]), basata sull'analisi di un consolidato orientamento della giurisprudenza statunitense in tema di fusioni seguite da *delisting* (long-form *cash-out mergers*) poi in parte este-

---

([35]) La notissima distinzione tra *property* e *liability rules* è stata coniata da CALABRESI-MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *Harvard Law Rev*., 1972, 1089 *ss*.. Antecedentemente v. anche G. CALABRESI, *Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, in *Yale Law Journ*., 1961, 499 *ss*.; ID., *The Costs of Accidents*, Yale University Press, New Heaven, CT, 1970. Per analoghe considerazioni rispetto a quelle svolte nel testo cfr. D. PREITE, *L'"abuso"*, *cit*., 189 *ss*.; A. VICARI, *Gli azionisti*, *cit*., 41 nt. 82.

([36]) Cfr. Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self Dealing: Theory Meets Reality,* in *Cal. L. Rev.,* 2001, 393 *ss*..

so anche alle medesime operazioni strutturate come offerta pubblica seguita da fusione semplificata (two-step *mergers*)([37]), che distingue tra: regole che non influiscono sulla libertà decisionale del socio di maggioranza ma poi sottopongono la deliberazione adottata in conflitto di interessi ad un rigoroso scrutinio giudiziale secondo il criterio della c.d. *entire fairness*; regole che rimettono al mercato la soluzione del conflitto, che poi è quello che succede in caso di recesso; e regole che consentono il compimento dell'operazione solo qualora sia approvata da una *majority of the minority*, ovvero dalla maggioranza dei soci non interessati, secondo un modello referendario che è poi quello proprio delle assemblee speciali.

L'identificazione dei due diversi e contrapposti sistemi, quello "dei diritti equivalenti" e quello "del voto", non sarà fine a sé stessa, essendo destinata a comprenderne i rispettivi campi di applicazione. Accade spesso, infatti, che le fattispecie così come tratteggiate dal legislatore siano tra loro così contigue da ingenerare spesso dei dubbi se i rimedi debbano essere applicati contemporaneamente o meno. Si pensi al dibattuto caso concernente il ruolo delle assemblee speciali nella fusione di società([38]), o a quello concernente la necessità o meno di ottenere un'approvazione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti convertibili in occasione di operazioni per le quali è la stessa legge a prevedere dei mezzi di tutela tipici come l'adeguamento del rapporto di cambio, il diritto d'opzione o la convertibilità anticipata([39]). Con riferimento al campo dei mercati

---

([37]) Sul punto sia consentito il richiamo a A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, cit., 100 *ss.*

([38]) Su cui v. L. A. BIANCHI, *La congruità*, *cit*., 111; E. CIVERRA, *Approvazione da parte degli azionisti di risparmio di deliberazioni sociali*, nota a Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Società*, 2003, 863 *ss*.; C. COSTA, *Le assemblee speciali*, *cit*., 541; P. GROSSO, *Categorie di azioni*, *cit*., 226 *ss*.; M. MAUGERI, *Delibera di fusione*, *cit*., 537 *ss*.; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 419 ss.; A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, *cit*.; M. L. VITALI, "*Pregiudizio" degli azionisti di risparmio nelle operazioni di fusione*, in *Riv. dott. comm*., 2004, 1114 *ss*.. In giurisprudenza v. Trib. Milano, 25 settembre 1995, in *Giur. it*., 1996, I, 2, 77 *ss*.; Trib. Milano 28 settembre 1995, in *Giur. it*., 1996, I, 2, 78 *ss*.;In tema di scissioni, v. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 437.

([39]) Per un primo approfondimento, anticipando le considerazioni che verranno svolte infra nel Cap. II, v. R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV – Delle obbligazioni - Libro quinto: Lavoro art. 2410-2420* ter, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Zanichelli, Bologna-Roma, 2005, 293, che argomenta sostenendo che il riconoscimento di tale competenza all'assemblea sarebbe finalizzato a permettere "di valutare se quelle determinate variazioni del

finanziari, si può fare l'esempio del significato da attribuirsi al dettato dell'art. 145[2] T.U.F., in base al quale l'atto costitutivo deve stabilire "i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio"([40]). Nella medesima prospettiva si ritiene debba poi essere affrontata la questione dell'estensione della competenza *ex* art. 2376 c.c. delle assemblee speciali in caso di pregiudizi ai diritti della categoria([41]) e quella concernente la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti *ex* art. 2415, n. 2 e n. 5 c.c., in merito alle "modificazioni delle condizioni del prestito" e agli "altri oggetti d'interesse comune degli obbligazionisti"([42]).

L'opinione che in proposito si intende sostenere è che la soluzione di tali problemi interpretativi non può prescindere dalla consapevolezza, che come detto forse appartiene più a considerazioni di politica del diritto, della alternatività o, come si è detto, della "succedaneità funzionale", tra i due sistemi dell'indennità e del voto, i quali entrambi possono essere utilizzati per proteggere interessi di natura economica degli investitori incisi da operazioni straordinarie volontariamente poste in essere dall'emittente. Si manifesta così il dubbio sulla possibilità o meno di una convivenza e conseguente contemporanea applicazione dei due sistemi.

---

rapporto di cambio o quel periodo di conversione anticipata è congruo alla conservazione del valore economico del diritto di conversione"; ID., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1978, 192 e 200 ss., in cui peraltro si osserva un'oscillazione tra la facoltà per la società di richiedere l'autorizzazione e la necessità della stessa; A. GIANNELLI, sub *art. 2420* bis, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Egea, Milano, 2006, 272. In senso contrario v. J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1989, 149.

([40]) Su cui v. *infra* il Cap. III § 1.6.

([41]) Valga sul punto richiamare la bibliografia già citata alla nt. 1.

([42]) Imprescindibile il richiamo a D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1964, 31, 196, 228, 297 *ss*. e 306 *ss*. e il dibattito scaturitone: L. BUTTARO, *Recensione a Pettiti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1965, I, 573 *ss*.; G. FERRI, *Recensione a Pettiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, 159 *ss*.; G. RAGUSA MAGGIORE, *Le obbligazioni emesse da società azionarie in un libro recente*, in *Dir. fall.*, 1965, I, 43 *ss*..

2. *La responsabilità contrattuale dell'emittente, limiti dello strumento.*

E' abbastanza radicata in parte della dottrina([43]) oltre che nella giurisprudenza, soprattutto di legittimità([44]), l'attitudine a trattare la questione appena accennata in un'ottica che si potrebbe definire "unilateralmente" contrattualistica. In base a tale impostazione il tema centrale del danno causato dall'operazione straordinaria al valore economico del titolo diverso dall'azione ordinaria è spesso individuato nella possibilità o meno di qualificare l'operazione medesima come inadempimento imputabile alla società emittente

([43]) Cfr. in tema di obbligazioni convertibili G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 471, il quale configura però la responsabilità per inadempimento come tecnica residuale; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili,* cit., 143 *ss.*; ID., *Delle obbligazioni*, *cit*., 298 *ss.*; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1971, 202 *ss.*; in tema di *warrants* azionari, v. F. GUERRERA, *I* warrants *azionari*, cit.. 242: "qualora questi atti sociali producano conseguenze pregiudizievoli nella sfera dei titoli delle opzioni azionarie, si concorda nel ritenerli, ancorché validi ed efficaci, contrattualmente illeciti [...] si reputa infatti che la costituzione del vincolo preliminare non implichi, per gli organi sociali, una limitazione così penetrante da inficiare il loro potere decisionale; ma che gli atti indirettamente lesivi dell'opzione, nondimeno, contravvengano all'obbligo del soggetto "vincolato" di astenersi dal compromettere il risultato pratico dell'accordo preparatorio, e che lo espongano a conseguenziale responsabilità".

Su questa linea di pensiero v. anche D. LATELLA, Warrants *azionari*, cit., *nt.* 81, a giudizio del quale l'area della responsabilità contrattuale della società emittente "potrebbe essere destinata ad ampliarsi ulteriormente sulla base di valutazioni, le quali - formulate sempre ai fini della rilevanza delle operazioni unilaterali di modificazione patrimoniale ed organizzativa nel contesto dell'inadempimento (o inesatto adempimento) del vincolo preparatorio di sottoscrizione, ovvero della sua attuazione secondo buona fede - consentano di propagare l'imputazione della (eventuale) condotta illecita nei confronti di altri soggetti, come gli amministratori ed i soci di controllo, anche a prescindere dalla legittimità formale del procedimento decisionale osservato dal punto di vista corporativo". Secondo questa prospettiva, certamente meritevole di una attenta considerazione e la cui analisi richiederebbe un impegno che trascende le finalità di questo studio, la responsabilità della società emittente andrebbe fondata all'esito di una "radicale ed organica revisione del sistema delle tutele avverso la patologia dei processi deliberativi, che tenga conto non soltanto dei vizi di natura formale e sostanziale, ma anche del carattere transitorio e permanente della lesione prodotta sul grado di negoziabilità dello strumento finanziario e sulla sua redditività". In tal modo si renderebbe possibile predicare una responsabilità di soggetti normalmente considerati estranei al perimetro di delimitazione della responsabilità ma che, appartenendo al "gruppo di comando", possono aver tratto benefici a detrimento della posizione dei finanziatori esterni che hanno sottoscritto strumenti finanziari partecipativi. Su quest'ultimo punto v. F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004, 275.

([44]) Caso emblematico è quello di Cass., 7 maggio 2010, n. 11125, cit..

per poi, nella maggior parte delle opzioni interpretative adottate, far discendere dallo stesso un obbligo risarcitorio([45]).

Si ritiene pertanto necessario esporre quelle opinioni dottrinali che, anche in tempo meno recenti, hanno tentato di raggiungere il medesimo risultato interpretativo cui si propone di giungere la presente ricerca allargando i confini della responsabilità contrattuale dell'emittente. Ciò facendo leva o sul principio di buona fede o su una particolare concezione della diligenza in ambito contrattuale e sulla prevedibilità della causa sopravvenuta di impossibilità della prestazione.

Antecedentemente alla riforma del 1974 si è così ad esempio sostenuto che la delibera di aumento del capitale a pagamento, incidendo sul contenuto economico della partecipazione sociale, avrebbe assunto rilievo "sul piano obbligatorio comportando una responsabilità della società per il risarcimento del danno a favore dell'obbligazionista danneggiato"([46]). Immediatamente a ridosso della c.d. mini-riforma si è giunti alla medesima conclusione per il caso di esclusione del diritto di opzione attribuito agli obbligazionisti in caso di aumento a pagamento del capitale([47]).

Come però si è già avuto incidentalmente modo di osservare([48]), è fondato il dubbio che una simile impostazione rischi di non lasciare appagati sotto molteplici profili. E' infatti innegabile che il ricorso al familiare strumentario connesso all'area responsabilità contrattuale permetta di inquadrare in collaudati schemi giuridici i nuovi problemi sollevati da un mondo finanziario in continua e frenetica evoluzione, con tutte le benefiche conseguenze che ciò può comportare in ordine ad una maggiore certezza e prevedibilità della risposta del siste-

---

([45]) E' infatti discussa la possibilità di un risarcimento in forma specifica, v. *infra* il § 2.5.. Come si vedrà tale linea argomentativa che fa leva sulla responsabilità contrattuale dell'emittente è comunemente adottata in numerosi ordinamenti stranieri, v. in tema di protezione del valore di conversione *infra* il Cap. II, § 1.6.

([46]) Cfr. A. DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1957, I, 506 *ss.*, in part. 539 *ss.*.

([47]) Cfr. G. B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, I, 1975, 205 *ss.* in part. 212 e 228 nt. 23, che esclude la possibilità di ricorrere al meccanismo di approvazione da parte dell'assemblea speciale previsto dall'art. 2415, n. 2, c.c.; analogamente v. V. COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 42 *ss.*, in part. 77-78; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, *cit.*, 188 *ss.*, e G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, *cit.*, 202 e 213 nt. 90.

([48]) Cfr. A. CAPIZZI, *Opa residuale*, cit., 1326 *ss.*

ma alle esigenze concrete di cui sono portatori gli operatori economici. Nondimeno, in alcune occasioni, tra cui sembra di poter annoverare quella oggetto della presente indagine, una tecnica argomentativa che faccia ricorso esclusivamente allo strumento della responsabilità contrattuale sconta non pochi inconvenienti([49]).

2.1. *L'imputabilità dell'inadempimento, tra diligenza, "responsabilità oggettiva per rischio di impresa".*

In primo luogo, pesa l'incertezza ancora perdurante sulla rilevanza dei vari criteri di imputazione della responsabilità, con tutte le conseguenze che ne derivano in ordine alla rilevanza e alla reciproca problematica interferenza dei criteri della colpa, della diligenza([50]) e della "responsabilità oggettiva per rischio di impresa"([51]).

([49]) V. nello stesso senso, seppur con riferimento ai discussi problemi concernenti la funzione e la struttura del negozio di sottoscrizione, C. ANGELICI, *Sull'emissione dei titoli azionari*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1988, 3 *ss.*, in part. 8, 22 *ss.*, 47 *ss.*, ove rilievi sull'inadeguatezza di una costruzione rigidamente contrattualistica del fenomeno.

([50]) Sull'insufficienza in molteplici casi del criterio della diligenza ad argomentare l'esonero da responsabilità, e quindi la non imputabilità dell'inadempimento, del debitore, v. P. TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*[18], Giuffrè, Milano, 2009, 300.

([51]) Per cui si rimanda alle sempre attuali considerazioni di L. MENGONI, *La parte generale delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, 507 *ss.* che, nell'ambito di una più generale ricostruzione del sistema della responsabilità contrattuale così come evolutosi sino a trent'anni fa, sottolineava come nell'ambito della responsabilità contrattuale fosse riconosciuta "l'operatività, limitata ai casi di responsabilità di impresa, di un criterio speciale di imputabilità diverso dalla colpa, e cioè oggettivo … Quando l'obbligazione impegna un'organizzazione economica del debitore, egli assume il rischio di tutti gli impedimenti della prestazione che insorgano all'interno dell'organizzazione, ossia della sua sfera di controllo. In questi casi l'assenza di colpa diventa un criterio sussidiario, è rilevante solo subordinatamente alla prova che l'impossibilità è derivata da una causa esterna, ovvero, detto nel linguaggio dell'analisi economica, non rientrante nell'oggetto dell'analisi costi-benefici del debitore".

La più compiuta teorizzazione di una visione rigorosamente oggettiva del caso fortuito risale agli scritti di G. OSTI, *Revisione critica della teoria sulla impossibilità della prestazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1918, 209 *ss.*, 313 *ss.*, 417 *ss.*; ID., *Deviazioni dottrinali in tema di responsabilità per inadempimento delle obbligazioni*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, 593 *ss.*; ID., *Impossibilità sopravveniente* (*ad vocem*), in *Noviss. dig. it.*, VIII, UTET, Torino, 1962, 287 *ss.*. V. inoltre, per una rivisitazione e rivalutazione degli scritti di Osti, G. VISINTINI, *Riflessioni sugli scritti di Giuseppe Osti (L'impossibilità della prestazione e la sopravvenienza nel rapporto obbligatorio)*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1971, 213 *ss.*;

2.1.1. *L'allocazione del rischio in caso di forza maggiore o di* facta principis.

In secondo luogo, non si può evitare di richiamare quell'opinione per cui un'eventuale argomentazione in termini di diligenza e/o di buona fede si rivela utile soltanto quando si tratta di decidere dell'imputabilità di circostanze il cui verificarsi è dovuto al contegno di uno dei contraenti([52]). Al contrario, nei casi in cui tali circostanze non dipendono dai contraenti o sono la necessaria conseguenza di decisioni altrove prese, assume particolare interesse un'analisi fondata sull'economia dell'affare e in particolare su indici di apprezzamento oggettivi. Un'argomentazione in termini di equilibrio dell'operazione contrattuale si pone anche nelle ipotesi di sopravvenienza di fatti in sé astrattamente prevedibili ma tali, nel loro concreto manifestarsi, da sconvolgere l'equilibrio economico voluto dalle parti per la singola operazione, pur cagionando una semplice maggior *difficultas praestandi* e non una vera impossibilità della prestazione([53]). Alla luce di tali considerazioni si comprende come una tecnica che affidi la tutela degli investitori danneggiati da operazioni straordinarie unicamente al rimedio della responsabilità contrattuale è destinata ad incontrare numerosi problemi applicativi in tutte quelle numerose ipotesi in cui l'inadempimento foriero di danno non sia necessariamente frutto di una determinazione volontariamente assunta dall'emittente. Si pensi, a mero titolo esemplificativo, al caso di

---

ID., *Inadempimento e mora del debitore. Artt. 1218-1222*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F. D. Busnelli, Giuffrè, Milano, 2006, 349 *ss*..

Un esempio di questo modo di ragionare può essere rinvenuto già in C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*[5], IV, *Le obbligazioni*, Giuffrè, Milano, rist. 1935, 133, quando l'illustre autore, commentando l'art. 61 del Codice di Commercio in tema di vendita commerciale, affermava che si trattasse di un vero e proprio caso di responsabilità senza colpa, in base al quale le imprese, "come centri di attività economica e giuridica, [erano] chiamate dalla legge a garantire la distribuzione regolare delle merci fungibili e [dovevano] riparare gli accidenti anche fortuiti [avvenuti] nella loro sfera d'azione, con le loro stesse energie: la causa che può liberarle dalla loro responsabilità per essere considerata come fortuita deve essere estranea alla loro attività, deve essere al di là della loro sfera d'azione, deve essere tale che sovra di essa non potesse influire la forza preventrice o riparatrice dell'azienda venditrice".

([52]) Cfr. M. BESSONE, *Adempimento e rischio contrattuale*, rist. inalt., Giuffrè, Milano, 1975, 399 *ss*..

([53]) Cfr. M. BESSONE, *Adempimento*, cit., *loc. cit*., che individua il criterio discretivo nel giudizio di esigibilità della prestazione secondo buona fede, considerando ogni valutazione in termini di diligenza come criterio di responsabilità.

revoca dalle quotazioni([54]), o di riduzione del capitale per perdite([55]) o, più in generale, a tutte quelle situazioni frutto di un provvedimento dell'autorità, c.d. *factum principis*([56]).

In tutti questi casi un'eventuale azione risarcitoria intentata nei confronti dell'emittente potrebbe scontrarsi contro l'assunto, abbastanza diffuso nella giurisprudenza di legittimità, per cui l'evento esterno alla sfera volitiva del debitore inadempiente per poter rilevare ai fini della sua imputabilità deve essere "prevedibile in concreto", nel senso che occorre che vi sia una concreta previsione dell'atto o del fatto causa di inadempimento.

E' peraltro possibile rilevare che, al di là di un costante ossequio formale al criterio della diligenza ordinaria, quando il debitore che si libererebbe dalla prestazione è un'impresa, la giurisprudenza tende ad essere particolarmente severa, attribuendo al soggetto più competente la quasi totalità dei rischi, prevedibili ed imprevedibili. A favore di una tale concezione della responsabilità contrattuale nei rapporti di impresa, *ivi* compresi quelli che legano società emittente e portatori dei titoli da essa emessi, possono essere individuati in argomentazioni sia di carattere gius-economico([57]) sia di comparazione funzionale([58]). Solo qualora una simile impostazione dovesse imporsi come generalmente accettata, cosa che allo stato non si considera possibile affermare con nettezza, lo strumento di tutela della responsabilità contrattuale potrebbe assumere

---

([54]) Su cui v. l'ampio studio di A. POMELLI, Delisting *di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 407 *ss.*. Ma v. già G. FERRARINI, *L'ammissione alla quotazione in borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, 297 *ss.*; ID., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, X, tomo II, UTET, Torino, 1993, 95 *ss.*; A. LANZA, *Modificazione dell'oggetto sociale e revoca dell'ammissione delle azioni alla quotazione in borsa*, in *Riv. soc.*, 1961, 85 *ss.*; A. MAISANO, *Revoca della quotazione dei titoli sociali e azioni di risparmio*, in *Vita not.*, 1981, I, 48 *ss.* (anche in *Studi in memoria di Gaetano Costa*, Giuffrè, Milano, 1982, 225 *ss.*); G. SENA, *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione di Borsa*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 373 *ss.*.

([55]) Su cui v. *infra*, con specifico riferimento agli effetti che tale operazione può avere sulle obbligazioni convertibili, il Cap. II, § 1.5.3.1.

([56]) Su cui v. la bibliografia già citata in A. CAPIZZI, Delisting, *cit.*, ntt. 26 e *ss.*.

([57]) Sull'utilità dell'apporto argomentativo fornito alla scienza giuridica dall'analisi economica v., incisivamente, L. MENGONI, *Responsabilità contrattuale* (ad vocem), in *Enc. dir.*, XXXIX, Giuffrè, Milano, 1988, 1094, nt. 150.

([58]) V. quanto già sostenuto in tempi non recenti da V. BRUDNEY, *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism,* cit., 1868 *ss.*.

un ruolo efficace ed efficiente nella protezione dei portatori di titoli diversi dalle azioni danneggiati da operazioni straordinarie.

2.2. *Verso forme di responsabilità oggettiva dell'emittente.*

Prendiamo in considerazione l'ipotesi di un mondo giuridico in cui non ci sia nessun dubbio sull'imputabilità dell'inadempimento alla società emittente che abbia posto in essere operazioni di riorganizzazione della propria struttura finanziaria dannose per i portatori dei suoi titoli. Quest'ultima, assumendo un suo comportamento razionale ed opportunistico, come è prevedibile si comporti? E' ragionevole ritenere che, se l'unica sua preoccupazione fosse di incorrere in una qualche responsabilità risarcitoria([59]) nei confronti degli investitori, dovrebbe porre in essere l'operazione solo qualora i guadagni da essi attesi fossero maggiori rispetto al costo della responsabilità([60]).

La conclusione in termini di dover essere che si può trarre da questo postulato è che, se si ritiene che fra più soluzioni interpretative sia meglio privilegiare quella che massimizza l'efficienza delle contrattazioni, il promittente deve essere indotto ad adempiere quando i suoi "costi di diligente adempimento" sono minori dei benefici che il promissario ne riceverebbe, mentre bisogna scoraggiarlo ad adempiere quando è vero il contrario; tutto ciò senza trascurare di considerare che il fenomeno dell'inadempimento, se a livello del singolo rapporto contrattuale genera costi privati, a livello di sistema non può che generare costi sociali aggregati derivanti dall'incertezza relativa alla vincolatività degli impegni assunti([61]).

([59]) La possibilità di ammettere una tutela in forma specifica è, come si vedrà a breve, abbastanza remota, v. *infra* il § 2.5.

([60]) V. COOTER, MATTEI, MONATERI, PARDOLESI, ULEN, *Il mercato delle regole – Analisi economica del diritto civile*[2], I, *Fondamenti*, Il Mulino, Bologna, 2006, 139. Gli economisti, per definire il costo derivante dal mancato sfruttamento di un'opportunità dal contenuto economico, utilizzano l'espressione "costo opportunità". Tenendo a mente questo concetto, la situazione appena descritta può essere sinteticamente ricompresa nella constatazione per cui le variazioni nei costi opportunità delle risorse influiscono sul costo atteso dell'adempimento. Nello stesso senso v. già, P. TRIMARCHI, *Sul significato economico dei criteri di responsabilità contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1970, I, 512 ss., in part. 514.

([61]) Ciò perché, com'è noto, il concetto di efficienza non può essere declinato esclusivamente a livello microeconomico, v. a riguardo S. CAPPIELLO, *L'interazione tra economia e diritto*, in *Economia per il diritto*, a cura di P. Ciocca e I. Musu, Bollati e Borighieri, Torino, 2006, 72 *ss.*; D. FRIED-

Il problema però si complica molto quando, come *per definitionem* accade nel caso dei rapporti che si instaurano a seguito della sottoscrizione di titoli emessi dalla s.p.a., tra l'assunzione dell'obbligo e la sua effettiva esecuzione corre un intervallo di tempo durante il quale può ben accadere che sopravvengono accadimenti idonei ad alterare la "base negoziale" dell'operazione programmata([62]). Ciò ancor di più nel caso di "opzioni" su titoli, che subiscono maggiormente le ripercussioni di vicende (aziendali, societarie o di mercato) che incidono sul valore dei titoli di compendio. In quest'occasione il debitore può trovarsi nell'oggettiva difficoltà di prevedere quali saranno i suoi "costi di diligente adempimento" ed essere quindi spinto a comportamenti limitatamente razionali([63]). A ben vedere, infatti, l'eventualità che scattino strumenti di tutela normativamente previsti nelle più disparate ipotesi (convertibilità anticipata, adeguamento del rapporto di cambio, attribuzione di "diritti equivalenti"), per il solo fatto che questa sia un'eventualità normativamente prevista non è imme-

---

MAN, *The efficient breach fallacy*, in *The journal of legal studies*, 1989, 1 *ss*., v. inoltre quanto già osservato *supra* al § 1.

([62]) Sulla difficoltà di ricostruire il concetto di prevedibilità nei casi in cui tra l'assunzione dell'obbligo e la sua concreta esecuzione possa dover passare un lungo periodo di tempo v. C. M. BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*[2], in *Commentario del codice civile* a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1979, 381, che, anche se con riferimento alla diversa regola posta dall'art. 1225 c.c., che, come noto, limita il risarcimento al danno prevedibile "nel tempo in cui è sorta l'obbligazione", assume un atteggiamento critico nei confronti di quella che definisce come mancata "razionale giustificazione della rilevanza attribuita ad un momento – quello della stipulazione del contratto o più in generale del sorgere del vincolo obbligatorio – in cui è prematuro o addirittura impossibile che il debitore apprezzi il significato delle conseguenze del suo inadempimento". La soluzione che viene fornita a questo problema è nel senso di "riferire il preventivo apprezzamento del debitore sui probabili danni dell'inadempimento ad un momento che sia tendenzialmente coincidente con quello in cui al debitore si pone la scelta tra esatto adempimento e inadempimento" (*ibid*.). Da ciò discende quindi l'esigenza di interpretare la formula legislativa dell'art. 1225 "nel senso che i suoi termini devono intendersi non con riguardo all'inizio del complesso rapporto obbligatorio ma al momento in cui sorgono come attuali gli obblighi delle singole prestazioni" (*ibid*.). V. sul punto quanto già osservato in A. CAPIZZI, Delisting, cit., 1332 *ss*..

([63]) Com'è noto la teoria "classica" di *Law & Economics* sostiene che, in caso di contratti ad esecuzione differita, l'*enforcement* garantito dal sistema giuridico sia la soluzione più efficiente, poiché garantisce il raggiungimento del massimo benessere sociale, sul punto v. F. ROMANI, *Appunti sull'analisi economica dei contratti*, in *Quadrimestre*, 1985, 15 *ss*., in part. 21, in cui, utilizzando uno strumento familiare ai seguaci dell'EAL, la vincolatività dei contratti è spiegata come logica soluzione ad un "dilemma del prigioniero".

diatamente percepibile come probabile e come tale è difficilmente internalizzabile sin da principio nei costi attesi dalle parti([64]).

La nozione di non imputabilità dell'inadempimento è un tipico esempio di integrazione delle lacune di un contratto([65]), che costituiscono una importante voce di costi di transazione. Infatti, contraenti ipoteticamente onniscienti e perfettamente razionali, oltre che dotati del dono della preveggenza, potrebbero considerare esplicitamente ogni singola componente di rischio che potrebbe frustrare l'adempimento del contratto, indicando una specifica soluzione([66]). L'esperienza dimostra che così non è. E ciò tanto più qualora si consideri che le lacune di un contratto non sono solo involontarie, ma possono essere anche volontarie([67]). Può accadere che le parti volontariamente rinuncino a regolare un'evenienza perché magari ritengono la possibilità del suo verificarsi talmente remota da non giustificare i costi che dovrebbero affrontare per negoziare una clausola specifica. La scelta è quindi tra allocazione *ex ante* dei rischi connessi al verificarsi di un evento rischioso e allocazione *ex post* delle perdite connesse al verificarsi dello stesso evento. Evidentemente la scelta cadrà sull'allocazione *ex ante* tutte le volte in cui il costo atteso di non optare per essa (pari alla probabili-

([64]) Cfr. F. ROMANI, *Appunti*, cit., 25.

([65]) V., sul punto, F. DENOZZA, *Norme efficienti*, Giuffrè, Milano, 2002, 84-85, che sottolinea come spesso questo tema si colleghi con i problemi relativi alle regole di interpretazione dei contratti ed a quelle che attribuiscono o negano rilevanza a circostanze sopravvenute. Per una definizione di contratto incompleto v. NICITA-SCOPPA, *Economia dei contratti*, Carocci, Roma, 2005, 197, che definiscono contratto incompleto "il contratto sottoscritto da due o più soggetti, i cui termini siano osservabili dalle parti contrattuali ma non verificabili od eseguibili (*enforceable*) con certezza e in via forzosa da terze parti (un giudice o un arbitro) nel caso in cui sorgano controversie tra i contraenti".

([66]) Per una definizione di che cosa debba intendersi per contratto completo v. S. SHAVELL, *Foundations of economic analysis of law*, Cambridge-London, The Belknap Press of Harvad University Press, 2004, 292, che distingue tra completezza esplicita e implicita.

([67]) V., per un approfondita analisi delle cause di incompletezza dei contratti, SHAVELL F., *Foundations*, cit., 299 *ss.*, che distingue i costi "di contrattazione" (ossia di previsione delle sopravvenienze e di redazione delle clausole più appropriate), da quelli "di implementazione" (ossia i costi di azione in giudizio e di ricerca delle prove), a cui vanno aggiunti, sempre come fattori che determinano l'incompletezza, la difficoltà di verificare *ex post* alcune variabili (come ad esempio lo sforzo di diligenza del venditore, o alcune difficoltà tecniche di produzione), oltre che la difficoltà di quantificare i danni attesi conseguenti all'inadempimento.

tà che l'evento dannoso accada moltiplicata per il costo che si dovrà sopportare) sia maggiore rispetto al costo effettivo della negoziazione di una clausola.

Che cosa deve fare allora un giudice che si trova a decidere sull'imputabilità o meno di un inadempimento non previsto da un contratto (magari volontariamente) incompleto([68])? Quali strumenti ha a sua disposizione?

A tal proposito, i seguaci dell'analisi economica del diritto sostengono che il giudice, qualora debba assegnare autoritativamente un bene che il mercato non ha voluto (o non ha potuto) allocare, debba seguire il c.d. "criterio del mercato simulato", in base al quale il diritto va attribuito alla parte che lo valuta di più e che quindi, in un'ipotetica contrattazione, sarebbe disposta a sborsare il prezzo maggiore per aggiudicarselo. Ma allora, in caso di rischi, la parte che (razionalmente) è disposta a sborsare il prezzo maggiore per aggiudicarsi un diritto (sottoposto al rischio di veder diminuito il suo valore) è quella che può sopportare il rischio in modo più efficiente. In altre, parole, utilizzando nozioni economiche: "quando il soggetto che avrebbe potuto sopportare il rischio in modo efficiente ha effettivamente previsto il rischio, o avrebbe dovuto prevederlo, il giudice dovrebbe presumere che il prezzo pattuito includeva il compenso per la sopportazione del rischio"([69]).

([68]) Sul criterio del "contratto ipotetico" Cfr. ampiamente G. BELLANTUONO, *I contratti incompleti nel diritto e nell'economia*, CEDAM, Padova, 2000, 115 *ss*., che illustra anche le principali critiche rivolte a questo approccio. Sulle conseguenze, anche di ordine più generale, cui conduce l'utilizzo di questo criterio Cfr. F. DENOZZA, *Norme efficienti,* cit., 80 *ss*.

([69]) Cfr. COOTER, MATTEI, MONATERI, PARDOLESI, ULEN, *Il mercato delle regole*, cit., 156. Nello stesso senso v. anche A. GIAMPIERI, voce *Rischio contrattuale*, *Digesto IV*, *Discipline privatistiche*, *Sez. Civ*., Vol. XVIII, 29, a giudizio del quale "l'analisi deve appuntare sul soggetto che era nella migliore condizione per valutare il potenziale verificarsi dell'evento, per prevenirlo ovvero per attuare o neutralizzarne gli effetti negativi. Deve essere considerato se l'una o l'altra parte poteva ragionevolmente prevedere il verificarsi del fatto (*recte*, aveva o avrebbe potuto acquisire con la dovuta diligenza le informazioni sufficienti per formulare tale valutazione) per poi accertare, in relazione allo schema contrattuale prescelto se vi è stata una assunzione del rischio correlato al fatto verificatosi".

2.2.1. *Criteri ricostruttivi del criterio di prevedibilità; il "criterio del miglior assicuratore".*

Seguendo quest'impostazione sembra possibile affermare che l'individuazione di chi può sopportare il rischio al minor costo si pone come esito di un'indagine che dovrebbe tener conto di diversi fattori.

In primo luogo, spesso le parti si premuniscono *ex ante* contro il rischio di impossibilità della prestazione (ad es. assicurandosi) proprio per ridurre l'eventualità di perdite ad essa connesse([70]). Spesso ma non sempre, l'assicurazione sarà conveniente solo qualora i benefici attesi siano superiori rispetto al costo di assicurarsi, in caso contrario si avrà un contratto "economicamente incompleto", che cioè non tiene conto di una circostanza in grado di incidere sui guadagni attesi dalle parti([71]). In questo caso il rischio dovrebbe essere assegnato alla parte che può prendere le precauzioni in questione al minor costo([72]).

In secondo luogo, il rischio può essere "economicamente distribuito" diversificandolo, così da farlo gravare su di una platea di soggetti più ampia, tanto che si può sostenere che il rischio dovrebbe essere assegnato alla parte che può distribuirlo con il minor costo.

Per determinare il costo di ogni rischio bisogna quindi considerare l'abilita e le conoscenze specifiche di ogni singolo soggetto che, proprio in virtù delle sue capacità, può essere in grado di sopportare in maniera più efficiente la perdita derivante da un evento dannoso non previsto – o la cui probabilità di verificarsi era considerata irrilevante - al momento della conclusione del contratto. Quest'interpretazione minimizza il costo dei rischi remoti e quindi massimizza il *surplus* contrattuale che le parti possono dividersi, con un conseguente aumento del benessere sociale derivante dalla contrattazione. Il punto è da sottolineare: entrambe le parti risultano avvantaggiate da un'interpretazione economica – o meglio, orientata alle conseguenze – delle regole di attribuzione dei rischi sopravvenuti. Si è però obiettato che l'assicurazione consente di minimiz-

([70]) Per una distinzione tra le due categorie di costi *ex ante* e costi *ex post* v. G. BELLANTUONO, *I contratti incompleti*, cit., 68.

([71]) In G. BELLANTUONO, *I contratti incompleti*, cit., 74 *ss.*, un'ampia ed approfondita analisi delle cause di tale incompletezza.

([72]) In tal senso v. già P. TRIMARCHI, *Sul significato*, cit., 517.

zare i rischi solo se ha ad oggetto un ragionevole numero di eventi rischiosi, aggregati in gruppi omogenei e non collegati. Solo in questo modo è possibile stabilire con ragionevole approssimazione la probabilità che un evento si verifichi, con l'ovvio inconveniente che ciò non sarà possibile per gli eventi singoli, ossia che non accadono frequentemente o c*he sono percepiti dai contraenti come eccezionali*.

Ciò premesso, è possibile riflettere su un'affermazione già riportata: la prevedibilità di un evento dannoso per gli investitori non può essere argomentata dalla mera esistenza di norme di diritto che consentono l'operazione foriera di danno a condizioni che vengano poste in essere forme di riparazione degli interessi lesi. In quest'ottica il contenuto del dato giuridico si impone *in se* per la generalità dei soggetti, non essendo perciò possibile formulare diverse "previsioni" sulla sua possibile applicazione.

Si è detto: "*eventi percepiti come eccezionali*". Spesso il costo atteso connesso al verificarsi della maggior parte degli eventi dannosi non è sufficientemente elevato da spingere i contraenti ad impegnarsi nella negoziazione di una clausola specifica. E' questa l'ipotesi che si verifica proprio nell'ipotesi in cui come base della "prevedibilità" si consideri la possibile applicazione di un comando giuridico. In questo caso la percezione della probabilità di verificarsi di un *evento* (*rectius*, la previsione del suo verificarsi), con la conseguente scelta di non affrontare il problema di allocazione del rischio, non è casuale ma costituisce il frutto di una scelta razionale che tiene conto dell'incerto verificarsi di un evento o, nel caso in cui l'accadimento dell'evento sia probabile, dell'impossibilità di raggiungere una soluzione contrattata. Può allora accadere che la situazione sia tale da indurre le parti a non prevedere *ex ante* una regola pattizia. Il caso classico di quest'evenienza è appunto rappresentato dall'inadempimento, evento che non può essere previsto in anticipo. Interviene allora una regola legale di *default* (nel nostro caso posta dagli artt. 1218-1256 c.c.), che però andrà giudicata positivamente solo se interpretata nel senso di indurre le parti ad adottare comportamenti efficienti([73]).

([73]) Cfr. P. TRIMARCHI, *Commercial impracticability in contract law: an economic analsys*, in *International review of law and economics*, 1991, 72 *ss.*; R. PARDOLESI, *Regole di* "default" *e razionalità limitata: per un (diverso) approccio di analisi economica al diritto dei contratti*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1996, 451 *ss.*; F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, Jovene,

Più in generale, sulla base di questi due ordini di considerazioni è possibile riformulare alla luce del criterio di efficienza la regola sull'imputabilità dell'impossibilità sopravvenuta: se una circostanza rende impossibile la prestazione, la responsabilità deve essere attribuita alla parte che può ridurre o distribuire il rischio con il minor costo.

Ma quando nessuna parte avrebbe potuto prevedere il rischio? Quando cioè, per utilizzare la terminologia del codice, la causa non è imputabile?

L'apparente *empasse* del ragionamento può però essere superata qualora si considerinino con maggior attenzione le ragioni, già in parte accennate, che inducono a valutare con maggior severità l'imputabilità al debitore-impresa di una causa sopravvenuta di impossibilità della prestazione. Infatti, com'è stato autorevolmente osservato, è la natura stessa dell'organizzazione dell'impresa a dover garantire un grado di diligenza nell'adempimento più elevato del normale([74]); organizzazione, capacità gestionale, attitudine alla gestione del rischio che, globalmente considerate, inducono il contraente-non imprenditore a confidare nell'adempimento dell'impresa-debitrice, cosicché ad essa andranno imputati tutti i rischi contro i quali l'utente, secondo la funzione tipica del contratto, si attende di essere protetto([75]). Ragionamento, questo, che non fa altro che recuperare la nozione oggettiva di caso fortuito in termini di estraneità ai rischi tipicamente connessi a una attività di impresa([76]).

Tale impostazione è senz'altro da condividersi. Dopotutto, come già accennato, il criterio del contratto simulato suggerisce di allocare il rischio in capo al soggetto che può sopportarlo in maniera più efficiente, anche qualora si verifichino perdite imprevedibili. Ciò perché, attraverso una contaminazione di dati giuridici ed economici, in quest'ottica l'imprenditore è *risk bearer*, anzi è il sog-

---

1996, 306 ss. Per KRONMAN e POSNER, *The Economics of Contract Law*, Little, Brown, Boston, 1979, 4, 67, scopo del diritto dei contratti è quello di "ridurre i costi del processo di scambio attraverso la predisposizione di un insieme *standard* di regole per la distribuzione dei rischi che le parti contrattuali possono utilizzare", massimizzando, di conseguenza, l'efficienza dello scambio. V. anche F. ROMANI, *Appunti*, cit., 26. Più recentemente v. sempre P. TRIMARCHI, *Incentivi e rischio nella responsabilità contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, I, 344 *ss.*.

([74]) Cfr. L. MENGONI, *Responsabilità contrattuale*, cit., 1093.

([75]) Cfr. anche C. CASTRONOVO, *Problema e sistema nel danno da prodotti*, Milano, Giuffrè, 1979, 515, 518.

([76]) Cfr. L. MENGONI, *Responsabilità contrattuale*, cit., 1094.

getto *par excellence* deputato all'interno della società capitalistica a gestire il – e a speculare sul – rischio connesso ad ogni attività economica organizzata([77]). Ne consegue la necessità di distinguere tra quelli che possono essere i rischi "tipici" dell'attività d'impresa, che come tali devono essere sopportati dall'imprenditore perché prevedibili e quantificabili, ed i rischi imprevedibili, che non possono essere dallo stesso internalizzati. Tenendo presente questa distinzione appare difficile, in relazione alla normale attività di impresa svolta da una s.p.a., negare la tipicità del rischio connesso alla possibilità che operazioni poste in essere dalla stessa s.p.a. sui propri titoli comportino un danno nei confronti degli investitori.

Inoltre, a questa conclusione si può già pervenire anche basandosi sul ricordato filone giurisprudenziale che, in tema di impossibilità sopravvenuta per *factum principis* di prestazioni dovute da imprese, tende, più o meno consapevolmente, a superare il criterio di imputazione basato sulla colpa, al quale è preferito un ragionamento in termini di efficacia nella gestione del rischio. Anche in questo caso, quindi, il problema si pone in termini di prevedibilità, non necessariamente declinata in termini di concretezza, ma considerata in relazione alle capacità di gestione del rischio dei soggetti coinvolti([78]). Con il che si delineano due diversi sistemi di responsabilità: un primo, generale, in cui il giudizio di imputabilità è svolto secondo il parametro della diligenza nell'adempimento e in cui quindi rivelerà la c*ontrollabilità concreta* del rischio; un secondo, speciale, in cui il limite della responsabilità è individuato esclusivamente nella causa estranea ai rischi tipici creati dall'organizzazione

([77]) V. sul punto G. ALPA, *Rischio contrattuale*, in *Contr. impr.*, 1986, 619 *ss.*, in part. 624, che rileva come, "così delineato, il rischio implica una incertezza (relativa alle reazioni dei meccanismi di mercato e al successo della operazione economica intrapresa dall'imprenditore) che viene considerata – secondo il modello knightiano – uno dei fattori del profitto: anzi uno dei fattori fondamentali tra le componenti del profitto (e la remunerazione dell'attività imprenditoriale, in questo senso, non può che esser remunerazione del «rischio», cioè dell'incertezza cui si espone l'imprenditore nell'avviare ogni operazione economica".

([78]) V. in tal senso P. TRIMARCHI, *Incentivi* cit., 346, che sottolinea come, anche qualora sia impossibile stabilire quale fra le parti possa assicurarsi al minor costo, risulta "rilevante la valutazione comparativa della possibilità, per l'una e per l'altra parte, di assorbire economicamente il rischio, la quale dipende in larga misura dalla possibilità di prevederlo".

d'impresa del debitore, con conseguente rilevanza della *controllabilità astratta*([79]).

L'impostazione appena esposta ha ricevuto la sua elaborazione più compiuta in un articolo del 1977([80]), nel quale Posner e Rosenfield hanno appunto sostenuto che il problema dell'imputabilità dell'inadempimento si risolve in definitiva in un problema di allocazione del rischio, poiché definire una causa sopravvenuta di impossibilità come imputabile significa allocare il rischio in capo al debitore, mentre definire lo stesso evento come non imputabile ne comporta una sopportazione da parte del creditore([81]). Ciò premesso, secondo la regola del *superior risk bearer* l'impossibilità sopravvenuta della prestazione deve essere imputata alla parte che era più in grado di gestirne il rischio, ossia in una posizione migliora per prevenirlo e quindi per assicurarsi.

La dottrina del *superior risk bearer* è stata sottoposta a molteplici critiche([82]), la fondatezza di alcune delle quali è riconosciuta dai suoi stessi teorizzatori, che riconoscono come in definitiva essa si basi su di uno *standard* alquanto vago la cui applicazione giudiziale è difficilmente prevedibile per le parti contraenti([83]). Ciò, è stato osservato, comporterebbe che nessun contraente razionale adotterebbe volontariamente tale criterio se poi non fosse possibile prevederne l'applicazione, con la conseguenza che le parti sarebbero costretti a predisporre ulteriori clausole che assicurino una predeterminata distribuzione del rischio, con conseguenza – e paradossale - perdita di efficienza della regola([84]).

([79]) Cfr. L. MENGONI, *Responsabilità contrattuale*, cit., 1094. Tale processo di "frantumazione" del sistema, che potrebbe apparire a prima vista quantomeno non auspicabile, è lucidamente esposto da G. ALPA, *Rischio contrattuale*, cit., 620, che parla di "isolamento dei principi generali in materia di obbligazioni e contratti, sottrazione dei modelli tipi contrattuali a quei criteri generali, analisi dell'operazione economica nella dimensione individuale o imprenditoriale, «recupero dell'affare» conferendo ad esso una vitalità che va ben oltre l'applicazione meccanica delle tecniche risolutorie".

([80]) *V*. POSNER- ROSENFIELD, *Impossibility and related doctrines in contract law: an economic analysis*, in *Journal of legal studies*, 1977, 83 *ss*..

([81]) Cfr. POSNER-ROSENFIELD, *Impossibility*, cit., 87.

([82]) Su cui v. C. BRUNNER, *Force majeure and hardship under general contract principles, Exemption for non performance in International arbitration*, Wolters Kluwer, The Netherlands, 2009, 145 *ss*..

([83]) Cfr. POSNER-ROSENFIELD, *Impossibility*, cit., 96.

([84]) V. A. KULL, *Mistake, frustration and the windfall principle of contract remedies*, in *Hastings law journal*, 1991, 43 *ss*. Analogamente v. G. G. TRIANTIS, *Unforeseen Contingencies. Risk allocation in contracts*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, III, *The regulation of contracts*, Boudewijn Boucka-

Queste affermazioni non sembrano però considerare adeguatamente che ogni regola di imputabilità diversa da quelle esplicitamente previste dall'autonomia contrattuale, ponendosi appunto come regola di *default*, è approntata dall'ordinamento proprio per regolare quelle evenienze che, in funzione della loro imprevedibilità o dei costi eccessivi connessi alla loro prevedibilità, non sono state espressamente prese in considerazione dalle parti([85]). Non ha quindi molto senso interrogarsi in astratto se un contraente razionale avrebbe adottato un criterio di distribuzione del rischio piuttosto che un altro, poiché è la stessa razionalità ad aver suggerito al contraente, a causa dei costi eccessivi connessi a tale ipotetica scelta, di non adottare nessun criterio.

In definitiva, il criterio del *superior risk bearer*, nel ragionamento circa l'imputabilità di una causa sopravvenuta di impossibilità della prestazione, può costituire un valido punto di riferimento sussidiario in grado di orientare l'interprete nella scelta dell'opzione più efficiente, costituendo l'analisi e la sistematizzazione dei casi pratici, come per ogni *standard* vago, un valido strumento in grado di permettere una maggior prevedibilità delle applicazioni giurisprudenziali([86]).

---

ert & Gerrit De Geest, Cheltenham, 2000, 100 *ss*. (disponibile anche all'indirizzo http://users.ugent.be/~gdegeest/4500book.pdf>). Nel senso che spesso il criterio del *superior risk bearer* utilizza criteri che necessitano di informazioni difficilmente verificabili v. M. J. TREBILCOCK, *The role of insurance considerations in the choice of efficient civil liability rules*, in *Journal of law, economics, and organization*, 1988, 243 e A. SCHWARTZ, *Relational contracts in the courts: an analysis if incomplete agreements and judicial strategies*, in *Journal of legal studies*, 1992, 271.

([85]) V. G. H. TREITEL, *Frustration and force majeure*, Sweet & Maxwell, London, 2004, 505: "If at the time of contracting the parties are aware of the risk that performance will be disrupted, then this awareness is likely to be reflected in the terms of their contract. One possible way in which it may be so reflected is by an express provision for the event in the contract … another possibility is that the risk of disruption will be reflected in terms of the contract which do not directly refer to the event, such as the term fixing the price to be paid for the goods, facilities or services to be provided under the contract. That price may be reduced to reflect the risk that the performance promised may become valueless to the party who is to receive it … Conversely, the price may rise to reflect the risk that the cost of performance may be increased for the party who is to render it".

([86]) Cfr. C. BRUNNER, *Force majeure*, cit., 146. Sulla possibilità di ricorrere, per definire *standards* e clausole generali, a procedimenti definitori non dommatici ma tali che mettano al riparo da arbitri interpretativi, e sulla preferenza per un metodo che operi un'individuazione di "figure sintomatiche" di applicazione degli stessi, v., per la dottrina italiana, S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Giuffrè, Milano, 1969, 169.

2.2.2. *La prassi commerciale internazionale, l'esperienza di* common law *e la rilevanza dei concetti di prevedibilità e "sfera di controllo" come criteri di ripartizione del rischio*.

Il principio per cui la causa sopravvenuta di impossibilità della prestazione libera il debitore se essa si situa al di là della sfera di controllo del debitore è riscontrabile in termini analoghi a quelli appena esposti sia nell'art. 79 della CISG (Convenzione delle Nazioni Unite per la vendita internazionale), sia nell'art. 7.1.7 dei Principi UNIDROIT dei contratti commerciali internazionali, sia nell'art. 8:108 dei Principi Europei di diritto dei contratti, sia infine nel modello del 2003 di clausola *Force Majeure* predisposto dalla ICC. Quest'impostazione, almeno ad una prima lettura, per configurare una causa di forza maggiore al concetto di "assenza di colpa/diligenza" in capo al debitore preferisce i diversi criteri della sfera di controllo del rischio o della ragionevole prevedibilità, evitabilità o superabilità([87]).

La conclusione appena accennata trova conferma soprattutto nella formulazione dell'art. 7.1.7 dei Principi Unidroit 2004, rubricato "Forza maggiore", a norma del quale "la parte inadempiente è esonerata da responsabilità se prova che l'inadempimento era dovuto ad un impedimento derivante da circostanze estranee alla sua sfera di controllo e che non era ragionevolmente tenuta a prevedere tale impedimento al momento della conclusione del contratto o ad evitare o superare l'impedimento stesso o le sue conseguenze"([88]).

Il concetto di sfera di controllo dell'obbligato è frutto di un'elaborazione casistica e comprende in generale ogni impossibilità derivante da carenze dell'organizzazione di impresa, da un fatto degli ausiliari, da scioperi, da incapienza finanziaria o causata dalla mancata adozione di misure necessarie per adempiere al contratto([89]). Il concetto inoltre può essere ricostruito, in mancanza

([87]) Per una visione di insieme, anche se ormai non aggiornatissima, su queste tematiche v. S. H. JENKINS, *Exeption for non performance: UCC, CISG, UNIDROIT Principles – A comparative assessment*, in *Tulane Law Review*, 1998, 2015 *ss*..

([88]) Su cui v., per un primo approccio, J. KLEINHEISTERKAMP,*sub* art. 7.1.7, in *Commentary on the UNIDROIT Principles of International commercial contracts*, edited by Stefan Vogenauer and Jan Kleinheisterkamp, Oxford University Press, Oxford, 2009, 766 *ss*..

([89]) Cfr. C. BRUNNER, *Force majeure*, cit., 167 *ss*..

di esplicite previsioni contrattuali([90]), anche da implicite assunzioni del rischio desumibili dalla struttura tipica del contratto o dalle qualità soggettive dei contraenti.

Per quanto riguarda la prevedibilità, la dottrina anglosassone e i Principi UNIDROIT precisano che essa deve essere caratterizzata da un *quid pluris*, usualmente indicato in termini di ragionevolezza([91]); in altre parole, si richiede che il probabile verificarsi di una causa di impossibilità sia preso in considerazione quando la probabilità dell'accadimento è sufficientemente delineata al momento di conclusione del contratto da dover essere inclusa nei rischi implicitamente considerati dal contratto([92]).Ciò significa che se il debitore non ha sol-

([90]) Come ad esempio le "*high or hell water clauses*", che obbligano incondizionatamente il debitore (normalmente di una somma di denaro) escludendo esplicitamente la rilevanza di qualsiasi circostanza sopravvenuta, su cui v. C. BRUNNER, *Force majeure*, cit., 118-119.

([91]) Cfr. C. BRUNNER, *Force majeure*, cit., 156 *ss*. Per i Principi UNIDROIT v. BERNARDINI P., *Hardship e force majeure*, in *Contratti commerciali internazionali e Principi Unidroit*, a cura di Michael J. Bonell e di Franco Bonelli, Giuffrè, Milano, 1997, 206.

([92]) Cfr. *Official comment* n. 8 *on* § 2-615, *Uniform Commercial Code*. V. anche J. M. PERILLO, *Force Majeure and Hardship Under the UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts*, in *Tulane Journal of International & Comparative Law*, 1997, 16-17, che ironicamente sottolinea come "anyone who as read a bit of history or who has lived for three or more decades of the twentieth century can foresee, in general way, the possibility of war, revolution, embargo, plague, terrorism, hyper-inflation and economic depression, among the other horrors that have afflicted the human race. If one reads science fiction, one learns the possibility of new terrors that have not yet afflicted us, but involve possibilities that are not pure fantasy"; ciò porta l'autore a fornire una nozione di prevedibilità ragionevole secondo la quale essa deve avere ad oggetto un evento che per la sua bassa probabilità di accadimento non è stato esplicitamente preso in considerazione anche se gli effetti che esso potrebbe dispiegare sono di tale estensione che le parti, qualora avessero avuto una maggiore percezione della possibilità del suo verificarsi, lo avrebbero fatto oggetto di una specifica clausola. Ciò è confermato da numerose sentenze di Corti americane che, ad esempio, hanno qualificato come prevedibile l'entrata in guerra degli Stati Uniti nel Secondo Conflitto Mondiale, anche se l'attacco di Pearl Harbour fu del tutto inaspettato (Cfr. Lloyd v. Murphy, 153 P.2d 47, 50-51, Cal. 1944), o che le chiusure del Canale di Suez del 1956 e del 1967 dovevano essere previste dai mercanti che se ne avvalevano regolarmente (Cfr. Transatlatic Fin. Corp. V. United States, 363 F.2d 312, 318, D.C. Cir. 1966; American Trading and Prod. Corp. v. Shell International Marine Ltd., 453 F.2d 939, 941, 943, 2d Cor. 1972). Secondo l'autore il criterio utilizzato dalle Corti di *common law* è però di natura molto più pratica che teorica, portando a una dichiarazione di prevedibilità soprattutto nei casi in cui una decisione in senso contrario comporterebbe la perdita di efficacia di un gran numero di transazioni.

levato alcuna riserva su di un impedimento ragionevolmente prevedibile, si considera che abbia assunto il rischio del suo verificarsi([93]).

Come già accennato, nel silenzio dei contraenti la qualità soggettiva delle parti assume particolare importanza ai fini di una ricostruzione *ex post* della possibilità di prevedere il verificarsi dell'evento. A tal proposito la tendenza delle corti arbitrali internazionali è orientata nel senso di adottare uno *standard* di diligenza specifica([94]), in tal modo valorizzando le circostanze del caso concreto([95]).

2.3. *Gli incerti contorni della legittimazione ad agire dell'investitore danneggiato*.

In terzo luogo, un rilevante ostacolo che consegue alla scelta del sistema della responsabilità contrattuale è costituito dagli incerti contorni del requisito della legittimazione ad agire nell'ipotesi di alienazione dei titoli danneggiati successiva alla causazione del danno ma anteriore rispetto all'azione in giudizio([96]). Si ritiene infatti che la giurisprudenza tende ad affrontare con un approccio totalmente insoddisfacente, al limite dell'altalenante, la questione, meritevole invece della massima attenzione, degli effetti dell'alienazione di un bene sulla titolarità del diritto al risarcimento del danno derivante dal danneggiamento del bene medesimo([97]).

In alcune occasioni si così affermato che "con la cessione delle obbligazioni convertibili in azioni (nella specie, in adesione ad un'offerta pubblica di acquisto residuale) l'obbligazionista cede l'intera sua posizione contrattuale, entran-

([93]) Cfr. C. BRUNNER, *Force majeure*, cit., 158.

([94]) Cfr. E. A. FARNSWORTH, *On contracts*[2], New York, 1998, 615 n. 41 (§ 9.6); C. BRUNNER, *Force majeure*, cit., 160.

([95]) *V*., ad esempio, il Caso del *Niño*, *Centro de Arbitraje de México* (CAM), arbitral award of 30.11.2006, in *Database of International case law and bibliography on the United Nations Conventions on Contracts for the International Sale of Goods (CISG) and on the UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts by the Centre for Comparative and Foreign Law Studies*, a cura di M. J. Bonell (http://www.unilex.info/), in cui la corte arbitrale ha stabilito che un evento eccezionale per definizione (il fenomeno meteorologico detto *El Niño*) potesse definirsi come prevedibile proprio in virtù della lunga esperienza commerciale del coltivatore, che si era già trovato molte volte a dover fronteggiare simili evenienze.

([96]) Già affrontato da chi scrive in A. CAPIZZI, *Conversione* obbligatoria, cit., in part. 311 *ss*..

([97]) Il problema si pone soprattutto qualora l'atto lesivo sia avvenuto prima della alienazione o, più genericamente, prima della uscita dalla sfera patrimoniale del proprietario alienante del bene danneggiato.

do essa nella titolarità e disponibilità dei cessionari e continuando a regolare interamente i rapporti tra gli obbligazionisti cessionari e la società emittente: pertanto, deve escludersi la configurabilità, in capo ai cedenti, di crediti derivanti da inadempimento delle obbligazioni cedute, *diritti che in ogni caso fanno capo, anche come crediti di tipo risarcitorio, ai nuovi titolari*" (enfasi aggiunta)([98]).

In altre decisioni, seppur di merito, si è invece adottato l'approccio diametralmente opposto, affermando "il venir meno del rapporto sociale dopo l'adozione della delibera impugnata ha come sola conseguenza il divieto legale alla pronuncia di annullamento dell'atto, non anche quello di provvedere sul risarcimento del danno richiesto in aggiunta all'azione di annullamento" ([99]).

Il tema non è stato oggetto di particolare approfondimento in dottrina([100]).

Da una ricerca tra le decisioni della Suprema Corte di Cassazione, infatti, emergono alcuni aspetti che meritano di essere segnalati. In primo luogo, è ammessa la possibilità che l'alienante di un bene danneggiato "scinda" il diritto reale trasferito dal (vantato) diritto al risarcimento, riservandolo a sé o ad altri e quindi non trasferendolo all'acquirente([101]). E' inoltre ben chiara la natura personale dell'azione volta ad ottenere il risarcimento dei danni, sicché appare massima tralaticia quella per cui l'alienazione del bene danneggiato non fa venir meno in capo all'alienante la titolarità dell'azione di risarcimento per i danni prodottisi nella sua sfera patrimoniale anteriormente al trasferimento([102]).

([98]) Cfr. Cass., 7 maggio 2010, n. 11125, cit..

([99]) Cfr. Trib. Roma, 7 luglio 2011, n. 14708, cit..

([100]) Sul punto imprescindibile è il richiamo allo scritto di E. REDENTI, *Sui trasferimenti delle azioni civili*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1955, I, 74 *ss.*.

([101]) Cfr., per fattispecie in tema di immissioni, Cass., 9 aprile 1975, n. 1302, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it, oltre che Cass., 16 giugno 1987, n. 5287, in *Giur. it.*, 1989, I, 380 *ss.*, e Cass., 29 novembre 1999, n. 13334, in *Resp. civ. prev.*, 2000, 1364 *ss.*, con nota di G. ACERBIS, *Immissioni intollerabili, circolazione del fondo e lesione del diritto di proprietà*, in *Arch. civ.*, 2000, 293 *ss.*, in *Giust. civ.*, 2000, I, 339 *ss.*, con nota di R. TRIOLA, *Osservazioni in tema di immissioni e poteri del giudice*; per l'ipotesi di alienazione di un bene immobile locato e di trasferimento dell'azione di rilascio per finita locazione e risarcimento danni per ritardata restituzione *ex* art. 1602 c.c., Cass., 20 gennaio 1987, n. 442, in *Arch. loc.*, 1987, 404 *ss.*.

([102]) Cfr. già Cass. SSUU, 30 maggio 1966, n. 1417, in *Foro amm.*, 1966, I, 500 *ss.*, in *Rass. avv. Stato*, 1966, I, 1379 *ss.*, con nota di Albisinni, in *Foro pad.*, 1967, I, 432 *ss.*, la cui massima recita: "Nel caso di trasferimento di un immobile, cui con opere e fatti di qualsiasi genere siano stati apportati danni da terzi, il diritto al risarcimento del danno causato dall'immutazione, per la sua natura di diritto di credito, non si trasferisce insieme alla proprietà senza un patto espresso di cessio-

All'appena esposto consolidato orientamento sembra contrapporsene un altro, soprattutto in ambito societario, per cui l'alienazione di (o il recesso esercitato relativamente ad) una partecipazione societaria o, più in generale, ad un titolo di finanziamento, senza che le parti convengano alcunché in merito alla sorte di eventuali diritti a far valere danni, esclude in radice che l'alienante possa far valere il diritto al risarcimento dei danni a suo tempo subiti per effetto dell'agire sia della società emittente medesima sia di un terzo([103]).

Solo in alcune decisioni, peraltro, la S.C. tende a valorizzare un argomento più economicistico in base al quale il trasferimento di un bene danneggiato non comporta il trasferimento in automatico in capo all'acquirente anche dell'azione per far valere il risarcimento del danno([104]). Ciò sulla base della condivisibile constatazione per cui, nell'ipotesi in cui il danno commerciale da riduzione delle facoltà di godimento dominicali si realizzi *unico actu* e per intero nella sfera giuridica del precedente proprietario-alienante([105]), l'acquirente acquisterebbe un bene *già svalutato*.

---

ne"; per una fattispecie in tema di impedimenti e turbative all'esercizio di una servitù prediale, Cass., 7 giugno 1976, n. 2071, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it, oltre che Cass., 26 febbraio 1986, n. 1214, *ivi*; Cass., 3 luglio 2009, n. 15744, *ivi*, la cui massima recita: "Il diritto al risarcimento dei danni cagionati ad un immobile non costituisce un accessorio del diritto di proprietà sull'immobile stesso, trasmissibile automaticamente con la sua alienazione, ma ha natura personale, in quanto compete esclusivamente a chi, essendo proprietario del bene all'epoca dell'evento dannoso, ha subito la relativa diminuzione patrimoniale".

([103]) V. la già citata Cass., 7 maggio 2010, n. 11125, cit..

([104]) Cfr., per un'ipotesi di responsabilità per danni conseguenti all'esecuzione di opere di pubblica utilità, Cass., 14 giugno 2007, n. 13960, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it; per un'ipotesi di responsabilità del vettore, Cass., 1 dicembre 2010, n. 24400, in *Dir. trasp.*, 2011, 621 *ss.*, con nota di M. MASOTTI, *Trasporto con subtrasporto: legittimazione attiva al risarcimento del danno da perdita o avaria della merce trasportata*.

([105]) V. Cass., 1 dicembre 2010, n. 24400, cit., in cui l'affermazione per cui il criterio discretivo per individuare la legittimazione a far valere il diritto al risarcimento del danno derivante dal contratto di trasporto "deve essere individuato nella sfera patrimoniale in cui i danni esplicano il loro effetto". Nello stesso senso, sempre in tema di contratto di trasporto, v. la massima di Cass., 17 novembre 1999, n. 12744, in *Giust. civ.*, 2000, I, 2360 *ss.*, in *Riv. circ. trasp.*, 2000, 916 *ss.*, con nota di D. PIPPIA, *Responsabilità del vettore di cose ed azione dell'avente diritto*, in *Dir. maritt.*, 2001, 1081 *ss.*, con nota di A. SALESI, *Brevi note in materia di legittimazione all'azione contro il vettore*: "In tema di contratto di trasporto, la richiesta, rivolta al vettore, da parte del mittente (anziché del destinatario), di risarcimento dei danni per inesatto adempimento legittima il vettore stesso nei confronti dell'istante *a condizione che questi dimostri di aver subito, lui personalmente (e non il destinatario), l'incidenza negativa dell'inadempimento*" (enfasi aggiunta). Allo stesso modo,

Va però segnalata una recente decisione che, compatibilmente con la ricostruzione dei fatti di causa desumibile dalla sintetica motivazione in fatto, sembra muoversi in direzione diametralmente opposta, stabilendo che "l'acquirente di un bene è legittimato ad agire per il risarcimento del danno prodotto da un terzo anteriormente alla vendita in quanto *dal perfezionamento del trasferimento consegue la titolarità del diritto di credito anche in mancanza di un'espressa cessione dell'azione* ed anche se l'acquirente non era a conoscenza della preesistenza del danno salvo che, nell'ambito dell'autonomia negoziale delle parti, l'azione non sia stata riservata al venditore"([106]) (enfasi aggiunta).

La materia, così come risulta dalla rapida esposizione dei diversi e confliggenti orientamenti presenti in seno alla giurisprudenza di legittimità, probabilmente necessita di un inquadramento sistematico di maggior respiro. E ciò anticipando sin d'ora la preferenza che si ritiene di accordare al criterio discretivo secondo il quale la titolarità dell'azione di danni dipende dalla sfera patrimoniale in cui i danni esplicano il loro effetto.

Già nel 1955 il Redenti([107]) propose una classificazione che, seppur ormai in parte dogmaticamente superata dalle evoluzioni di fine secolo scorso sulla risarcibilità di posizioni diverse dal diritto soggettivo assoluto, ai nostri fini può risultare di grande utilità. Essa infatti distingue tra ipotesi in cui ad un'azione corrisponde un diritto primario violato ed ipotesi in cui la posizione violata non

---

per la diversa ma connessa evenienza di danneggiamento durante il trasporto di merce assicurata, la S.C. ha stabilito che per stabilire la titolarità del diritto al risarcimento "occorre considerare l'incidenza del pregiudizio conseguente alla perdita ovvero al deterioramento delle cose trasportate", v. in tal senso Cass., 30 gennaio 2008, n. 2094, in *Dir. trasp.*, 2008, 789 *ss.*, con nota critica di M. CARRETTA, *Una non condivisibile sentenza della Cassazione in tema di titolarità del diritto all'indennizzo in caso di assicurazione per conto di chi spetta*, in *Giust. civ.*, 2009, I, 2001 *ss.*, con nota di M. ROSSETTI, *Assicurazione merci e titolarità del diritto all'indennizzo*; Cass., 14 luglio 2003, n. 10980, in *Giust. civ.*, 2004, I, 1024 *ss.*.

([106]) Cfr. Cass., 14 luglio 2008, n. 19307, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it, la controversia era stata originata da un'azione intentata dagli acquirenti di un immobile per far valere il diritto al risarcimento dei danni causati anteriormente all'acquisto dell'immobile medesimo; ciò nonostante, il riferimento compiuto nell'esposizione in fatto della sentenza alla circostanza per cui gli acquirenti al momento dell'acquisto fossero a conoscenza del danno subito dall'immobile acquistato potrebbe indurre a ritenere che anche in questo caso, seppur implicitamente, si sia fatta applicazione del criterio della "sfera patrimoniale effettivamente incisa".

([107]) Cfr. E. REDENTI, *Sui trasferimenti delle azioni civili*, cit..

sia un diritto soggettivo assoluto([108]). Per le prime, il regime di successione e di trasferimento va determinato, così come è ovvio, in funzione del nesso inscindibile tra posizione violata e diritto di azione([109]), per le seconde il regime non può essere individuato aprioristicamente, ma "va determinato volta per volta tenendo conto dei caratteri della situazione genetica e dei risultati a cui tendono le singole azioni"([110]). Inoltre, per quanto concerne il caso dell'azione di risarcimento del danno, essa, avendo una sua autonoma consistenza economica ed essendo in definitiva diretta ad ottenere un'utilità *ulteriore*, "appare negozialmente separabile dal diritto primario ... sia per cessione ad un estraneo, sia per una riserva che introduce a proprio favore l'alienante della proprietà di fronte all'acquirente"([111]).

Quid iuris allora nel caso in cui un contratto di trasferimento di un bene danneggiato nulla preveda circa la sorte dell'azione volta ad ottenere l'utilità economica *ulteriore* consistente nel risarcimento del danno? Più in particolare, per ritornare al caso che rileva ai fini della presente ricerca, *quid iuris* nell'ipotesi di alienazione/esercizio del recesso su azioni il cui prezzo sia diminuito per effetto di un comportamento illecito di un terzo o della medesima società emittente?

S'impone una distinzione.

Da un lato l'ipotesi di danno mediatamente subito dalla partecipazione sociale per effetto di un'attività illecita compiuta da un terzo al patrimonio della società. In questo caso l'azione risarcitoria è pacificamente nella titolarità della sola società e non anche del socio; l'illecito colpisce infatti la società ed il suo patrimonio - che è giuridicamente distinto dalla partecipazione sociale – e la partecipazione risente solo indirettamente di detto pregiudizio([112]).

([108]) *Ibidem*, 79.

([109]) *Ibidem*, 81, in cui l'esempio dell'azione di rivendica, in cui "il trasferimento della proprietà trarrà *seco naturaliter* (anche se non espressamente pattuito) il trasferimento dell'azione di revindica *iam nata*".

([110]) *Ibidem*, 80.

([111]) *Ibidem*, 82.

([112]) Il riferimento è a Cass., SS.UU., 24 dicembre 2009, n. 27346, in *Giur. it.*, 2010, 1081 *ss.*, con nota di M. SPIOTTA, *La nozione di "danno diretto" (nella fattispecie, da negligente revisione) secondo le Sezioni unite*, in *Questa rivista*, 2011, II, 352 *ss.*, con nota di A. FOTTICCHIA,*Osservazioni in tema di illecito del terzo e danno riflesso nelle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 131 *ss.*, con

Dall'altro lato la diversa evenienza in cui il danno è *direttamente inferto alla partecipazione sociale nella sua consistenza giuridica*, ad es. alterandone le caratteristiche tramite l'operazione di conversione, o al valore della medesima, ad es. alterando il quadro economico in cui è stato originariamente effettuato l'investimento. In questo caso la società emittente non subisce alcuna perdita patrimoniale – ma semmai un guadagno che va tutto a vantaggio del socio di maggioranza – mentre è solo uno degli elementi costitutivi del patrimonio del singolo socio (i.e. le azioni) a perdere di valore([113]).

In sostanza, nella seconda delle ipotesi appena accennate non si pone alcuno dei paventati rischi di "duplicazioni risarcitorie([114]) che costituiscono poi

---

nota di V. PINTO, *Illecito del terzo, danno riflesso e legittimazione dell'azionista*. In dottrina v. LIBERTINI-SCOGNAMIGLIO, *Illecito del terzo e legittimazione del socio all'azione risarcitoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 385 *ss.*, in part. 412 *ss.*, che, adottando una visione non dogmatica, fanno notare come, ammettendo la titolarità in capo all'*ex* socio di un diritto al risarcimento danni quantificato nel suo ammontare "disaggregando dal danno patito dalla società la "quota" a suo carico e commisurando a questa la pretesa da far valere in giudizio", si danneggerebbero ingiustamente gli altri soci *attuali* – ossia coloro che non hanno ancora venduto le loro azioni – i quali non potrebbero "ottenere la riparazione del pregiudizio proporzionalmente subito". V. inoltre da ultimo Cass., 14 febbraio 2012, n. 2087, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it che ha fatto applicazione del principio dettato dalle SSUU nell'ipotesi di s.r.l. unipersonale; soluzione cui si potrebbe obiettare, sulla scia di LIBERTINI-SCOGNAMIGLIO, *Illecito del terzo*, *cit. supra*, 416, che nell'ipotesi di s.r.l. con unico socio il fatto che l'ex socio totalitario consegua l'intero risarcimento non andrebbe "a detrimento della posizione sostanziale del socio o dei soci attuali, i quali – avendo acquistato le azioni dopo il verificarsi dell'illecito – non ne hanno risentito direttamente nel proprio patrimonio ed hanno anzi tratto vantaggio dalla perdita di valore del patrimonio sociale, in quanto questa ha influito negativamente sul prezzo di vendita delle azioni stesse".

([113]) Analogamente v. G. GUERRIERI, sub *art. 2378 c.c.*, cit., 573 nt. 21, che si interroga se il socio impugnante una deliberazione assembleare, una volta alienate tutte le azioni, perda necessariamente anche il diritto al risarcimento dei danni, propendendo per la soluzione negativa "perlomeno *quando il danno non sia strettamente connesso alla qualità di socio*" (enfasi aggiunta).

([114]) Le possibili duplicazioni risarcitorie che potrebbero discendere da una non ponderata interpretazione del rimedio risarcitorio di cui all'art. 2377[4] c.c. sono state da più parti rilevate in dottrina: v. già T. ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 codice civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari,* in *Riv. soc.,* 1956, I, 93 *ss.*, in part. nt. 17; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale,* CEDAM, Padova, 2003, 49, che da conto di come tale aspetto nella dottrina nordamericana sia conosciuto come "circularity problem", v. al riguardo J. C. COFFEE, *Reforming the Securities class action: an essay on deterrence and its implementation*, in *Columbia Law Rev.*, 2006, 1556 *ss.*; J. FISCH, *Confronting the circularity problem in Private Securities Litigation*, in *Wisconsin Law Rev.*, 2009, 33; M. B. FOX, *Civil liability and Mandatory Disclosure*, *ivi*, 2009, 280 *ss.*; ENRIQUES-ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori,*

la motivazione sostanziale che ha indotto la dottrina e la giurisprudenza a rinsaldare la barriera della personalità giuridica, negando la legittimazione dei soci ad agire *iure proprio* per far valere il danno subito dalla società e che si sarebbero potute verificare anche nel caso in esame.

A ciò si aggiunga che, da un punto di vista forse più pratico che giuridico, nelle occasioni prese in considerazione spesso si verifica una "polverizzazione" della legittimazione ad agire che caratterizza l'azione degli obbligazionisti, già di per sé scarsamente organizzati collettivamente([115]). Con la conseguenza che in tale sistema sarebbero avvantaggiati i portatori di grandi *stock* di titoli, i quali potranno raggiungere economie di scala sufficienti a compensare i costi, espliciti e impliciti, di agire in giudizio.

2.3.1. *Legittimazione del singolo o legittimazione del gruppo?*

La effettiva utilità e soprattutto la residualità dello strumento di tutela prettamente risarcitorio trovano un ulteriore limite, almeno per quanto riguarda la tutela degli obbligazionisti([116]), nella disposizione di cui all'art. 2419 c.c., rubricata "Azione individuale degli obbligazionisti", ai sensi del quale "le azioni individuali degli obbligazionisti" sono esperibili solo a patto che non "siano incompatibili con le deliberazioni dell'assemblea previste dall'art. 2415"([117]). Rilevante è altresì la figura del rappresentante comune degli obbligazionisti il

---

cit., 26; M. LIBERTINI, *Tutela invalidativa e tutela risarcitoria,* cit., 10; A. NIGRO, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria, cit*., 893; R. SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, *cit*., 156 e 165, che fa notare come una ricostruzione in termini "indennitari" del diritto al risarcimento, comprendente cioè anche i danni subiti dal patrimonio sociale, non può che "squilibrare la posizione dei soci di minoranza inerti rispetto a quella dei soci di minoranza attivi"; A. STAGNO D'ALCONTRES, *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di s.p.a.: la nuova disciplina*, *ivi*, 190-192.

([115]) Cfr. R. MODICA, *Profili della disciplina del diritto di opzione dei portatori di obbligazioni convertibili*, in *Riv. soc*., 1979, 58 *ss*., in part. 65.

([116]) Sempre che il sistema dettato dagli artt. 2418 e 2419 c.c. non sia espressione di un principio più ampio, punto che non può essere affrontato in questa sede ma che si ritiene meriti ulteriori approfonimenti.

([117]) Cfr. G. BRANCADORO, sub *art. 2419*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Jovene, Napoli, 2004, 960; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 518 *ss*.; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 191 *ss*.; R. CLARIZIA, *Le obbligazioni nella società per azioni*, *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, XVI, UTET, Torino, 1985, 609 *ss*., in part. 641 *ss*.; G. DATI, sub *art. 2419*, in A. MAFFEI ALBERTI, (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, II, CEDAM, Padova, 2005, 1315 *ss*..

quale ai sensi dell'art. 2418 c.c. ha, tra gli altri, il compito di "tutelare gli interessi comuni" degli obbligazionisti nei rapporti con la società.

Si è allora ritenuto che la dimensione collettiva del prestito obbligazionario imponga che l'azione del singolo volta a far valere la responsabilità contrattuale dell'emittente sia preclusa in presenza (e solo in presenza)([118]) di una deliberazione dell'assemblea speciale con essa incompatibile o di un atto svolto dal rappresentante comune nell'ambito dei poteri riconosciutigli.

2.4. *La problematica quantificazione del danno subito dagli investitori*.

Ulteriore rilevante problematica connessa ad un'efficiente applicazione dello strumento di tutela della responsabilità contrattuale, ma in realtà di qualsiasi impostazione che ammetta la possibilità – e desiderabilità – di un mutamento di uno "stato del mondo" attraverso un criterio di compensazione dei soggetti incisi([119]), dipende dalla estrema difficoltà con la quale, in concreto, è possibile determinare il danno subito dall'investitore. Spesso infatti accade che il danno in questione consista più che in una perdita patrimoniale netta in un danno alle future aspettative di guadagno.

E' quindi necessario interrogarsi sul punto, meritevole in realtà di ben più ampio approfondimento da parte degli esperti della materia, se sia possibile quantificare esattamente la perdita di *chance* di guadagno subita dagli investitori. Essa infatti, quantomeno per i titoli convertibili, dipende, oltre che dall'incertezza circa il futuro comportamento del portatore, anche dall'assunto posto alla base della fortunata teorizzazione dei premi Nobel Black, Scholes & Merton([120]), che, in estrema sintesi, hanno ipotizzato la possibilità di ricondurre l'andamento delle quotazioni di un titolo ad una curva gaussiana normale e,

---

([118]) Cfr. G. FERRI, *Le società*[3], cit., 511; analogamente S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 107 *ss.*, in part. 122 *ss.*. In senso contrario v. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 215, il quale ritiene che l'iniziativa delle azioni di responsabilità contrattuale rientri nella sfera di legittimazione del singolo azionista e sia quindi sottratta alla competenza dell'assemblea sociale.

([119]) V. supra quanto osservato al § 1 in merito alla teoria della c.d. "compensazione potenziale" di Kaldor-Hicks.

([120]) Cfr. BLACK-SCHOLES, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, in *Journ. of pol. econ.*, 1973, 637 *ss.*; MERTON R., *Theory of Rational Option Pricing*, in *Bell journ. of econ. and man. science*, 1973, 141 *ss.*.

conseguentemente, di prevedere con un certo grado di accuratezza il valore futuro del medesimo facendo riferimento alla serie storica delle quotazioni già verificatesi([121]).

Non si può però evitare di richiamare quell'opinione, sempre più diffusa, secondo cui la possibilità di prevedere e matematizzare l'andamento dei mercati finanziari secondo un andamento "normale" è fondata su di un colossale fraintendimento epistemologico([122]). Dopotutto, già altre voci in dottrina si sono levate contro la possibilità di accordare tutela giuridica a prospettive reddituali che, derivando da fluttuazioni non prevedibili con sufficiente grado di certezza, non possono che situarsi a livello di mera "*res sperata*"([123]).

Non è questa la sede più opportuna per analizzare più approfonditamente quest'ipotesi, certo è che essa, applicata al nostro caso, mette radicalmente in dubbio la possibilità di ragionare in termini di pregiudizio quantificabile, con il

---

([121]) Per un primo approfondimento sulla questione del c.d. "*pricing*" cfr. GALAI-SCHNELLER, *Pricing of Warrants and the Value of the Firm*, in *Journ. of fin.*, 1978, 1333 *ss.*.

([122]) Ci si riferisce alla fortunata teoria dei "Cigni Neri" o delle "Code larghe", propugnata dall'autore Nassim Nicholas Taleb riprendendo le teorie del matematico secondo la quale l'impostazione seguita dagli operatori finanziari fa sì che essi siano incredibilmente vulnerabili a eventi inaspettati e non distribuiti secondo curve gaussiane (i "cigni neri", per l'appunto). Per un primo approccio v. MANDELBROT-TALEB, *I rischi dell'azzardo finanziario*, in *Il Sole 24 Ore Domenica*, 9 ottobre 2005; MANDELBROT-HUDSON, *Il disordine dei mercati. Una visione frattale di rischio, rovina e redditività*, Einaudi, Torino, 2005; N. TALEB, *Giocati dal caso*, Il Saggiatore, Milano, 2008; ID., *Il Cigno nero. Come l'improbabile governa la nostra vita*, Il Saggiatore, Milano, 2008; ID., *Robustezza e fragilità. Che fare? Il Cigno nero tre anni dopo*, Il Saggiatore, Milano, 2010.

([123]) Cfr. M. BARBI, *La valutazione dei* corporate warrant: *uno studio empirico sul mercato italiano*, in *Banca, impresa, società*, 2008, 51 *ss.*, con ampia bibliografia sul tema del *pricing* dei derivati, in part. 62, là dove si legge che "ancor più nel caso dei *warrant* rispetto alle opzioni *call*, l'assunzione di una volatilità dei rendimenti costante nel tempo è violata", e ancora, a pag. 68, si legge che "la lunga scadenza dei *warrant* e l'effetto diluitivo sul capitale della società emittente rendono generalmente inapplicabili le formule di *pricing* note in letteratura [come quella di Black & Scholes], richiedendo specifiche correzioni in proposito"; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili,* cit., 147 *ss.*.

V. però A. VICARI, *Gli azionisti*, cit., 46 e nt. 92, il quale però ritiene che "i potenziali costi determinati dal riconoscimento in via interpretativa della legittimità di una forma di *liability rule* (compensazione del socio di minoranza in base, ad esempio, al valore equo della sua partecipazione calcolato in sede giudiziale) non sembrerebbero, perlomeno in linea generale ed astratta, proibitivi a fronte del potenziale incremento di profitto realizzato mediante la fusione grazie alla medesima regola di responsabilità".

radicale ma inevitabile effetto di imporre una valutazione del danno subito secondo criteri esclusivamente equitativi([124]).

2.5. *Ammissibilità della tutela in forma specifica*.

Altro punto controverso del sistema di tutela contrattuale è l'ammissibilità o meno della tutela in forma specifica a seguito dell'accertato inadempimento dell'emittente. A fronte di alcune opinioni espresse in senso affermativo([125]), si è ritenuto che l'azione potrebbe essere tesa unicamente ad ottenere la risoluzione del rapporto ed il risarcimento del danno([126]). E' infatti molto plausibile ritenere che, anche a voler ammettere in astratto la possibilità di una condanna ad un *facere*, essa poi sarebbe molto difficilmente eseguibile nelle forme di cui agli artt. 612 *ss*. c.p.c., se non a prezzo di comprimere in maniera abnorme la libertà decisionale dell'emittente([127]).

Si pensi infatti al caso, cui si farà cenno, di aumento di capitale a pagamento con illecita esclusione del diritto di opzione e incongrua esclusione del sopraprezzo. Un'azione di esatto adempimento sembrerebbe ipotizzabile solo a condizione che la delibera di aumento non riceva esecuzione, non essendo pas-

([124]) In questo senso, con riferimento all'ipotesi di violazione del diritto di conversione delle obbligazioni convertibili, v. già G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, *cit*., 215 nt. 95, secondo il quale è necessario tener conto "dell'attuale valore di mercato delle azioni in confronto a quello al quale gli obbligazionisti avrebbero potuto ottenerle in base al rapporto di conversione convenuto e si terrà altresì conto, con criterio equitativo, delle possibilità di futuro rialzo delle quotazioni di tali azioni: si tratta di valutare una *spes* insita nel carattere speculativo del titolo convertibile, che gli obbligazionisti […] hanno pagato e hanno diritto di avere indennizzata, se ne vengano privati per fatto imputabile ai soci".

([125]) Cfr. F. GUERRERA, *I* warrants *azionari*, cit., 238, che però chiarisce come "la possibilità di ottenere la condanna a un certo *facere*, astrattamente satisfattivo dell'interesse del creditore della prestazione, non importa anche l'automatica eseguibilità in forma specifica dell'obbligazione nascente dalla sentenza". Nel senso (parrebbe) della alternatività, v. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 171 nt. 59.

([126]) Cfr. A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, in A. MAFFEI ALBERTI, (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, II, CEDAM, Padova, 2005, 1319 *ss*., in part. 1334 nt. 58; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 252-253; ID., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 144 *ss*., che ritiene che la competenza a deliberare tale azione sia dell'organizzazione di gruppo, di talché l'azione individuale dell'obbligazionista sarebbe ammissibile solo in mancanza di deliberazione dell'assemblea *ex* art. 2419 c.c.; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 210 e 214-215, nt. 92.

([127]) V. F. GUERRERA, *I* warrants *azionari*, cit., 239 nt. 41.

sibile di esecuzione una sentenza di condanna dell'emittente a seguito del collocamento delle azioni([128]).

Diversa questione è invece quella connessa all'ammissibilità non di un'esecuzione ma di un risarcimento in forma specifica, nelle forme di cui all'art. 2058 c.c., "allo scopo di addossare sulla società inadempiente il costo effettivo di reintegrazione del diritto leso"([129]).

2.6. *La valorizzazione del principio di buona fede*.

Sempre nell'ambito della ricostruzione dei caratteri di una responsabilità contrattuale dell'emittente, molteplici sono stati gli autori che, preso atto del conflitto tra i contrapposti interessi degli investitori e della società, gli uni interessati a conservare il valore economico dei propri titoli, l'altra interessata a non perdere margini di manovra, hanno proposto di governare tale conflitto facendo ricorso ai generali obblighi di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c.([130]). Logica conseguenza

([128]) Cfr. per tali considerazioni G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 171 nt. 60; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 388.

([129]) Cfr. F. GUERRERA, *I* warrants *azionari*, *cit*., 239 *ss*., che si rifà a L. MONTESANO, *La tutela giurisdizionale dei diritti*, in *Tratt*. *dir*. *civ*., fondato da Vassalli, XIV, 4, UTET, Torino, 1985, 164 e all'osservazione per cui la reintegrazione in forma specifica del danno contrattuale *ex* art. 2058 c.c. è cosa diversa rispetto sia all'esecuzione forzata degli obblighi di fare, in quanto non richiede un titolo esecutivo e non comporta invasione della sfera giuridica dell'obbligato, sia dall'autotutela del creditore insoddisfatto, in quanto essa non può mai comportare una totale reintegrazione dei costi affrontati dal danneggiato. Il giudizio instaurato per ottenere un risarcimento in forma specifica, dopo una pronuncia costitutivo-determinativa dell'attività da svolgersi, potrebbe invece ben concludersi, in caso di mancato adempimento, con una condanna al risarcimento commisurato al costo della reintegrazione. Analogamente v. già A. PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciale della So.Fi.S*., in *Riv*. *soc*., 888 ss., in part. 901-902.

([130]) La letteratura sul significato, il ruolo e l'estensione del principio di buona fede nell'ordinamento è ormai talmente sterminata che non si ritiene opportuno fornire indicazioni bibliografiche sul tema.

Sul ruolo della buona fede nell'ambito del diritto societario imprescindibile è il richiamo a A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento della società per azioni. Abuso di potere nel procedimento assembleare*, Giuffrè, Milano, 1987 e a D. PREITE, *L'"abuso" della regola di maggioranza*, cit.; ID., *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3, tomo 2, UTET, Torino, 1993, 74 *ss*.. Per due recenti ed autorevoli prese di posizione sul tema, in parte fra loro contrastanti, v. F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur*. *comm*., 2013, I, 480 *ss*., in part. 485 *ss*. e M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e*

dell'applicazione di detti principi è che la sanzione per la loro violazione si abbatterà su tutte quelle deliberazioni che ledano il valore di conversione dei titoli obbligazionari senza comportare un analogo, o quantomeno proporzionato, sacrificio da parte dei soci e, in generale, degli altri soggetti che abbiano investito nell'impresa sociale([131]).

Dall'esistenza di un obbligo per la società emittente di mantenere ferma la propria proposta negoziale, sia sul piano formale che sostanziale, salvaguardando l'equilibrio contrattuale ed economico previsto nel regolamento d'emissione, le opinioni appena richiamate fanno discendere in capo all'investitore una posizione giuridica potenzialmente meritevole di tutela rispetto ad eventuali lesioni che potrebbero incidere sui diritti di sottoscrizione conseguenti a deliberazioni che la società emittente potrebbe adottare a modifica della propria struttura capitalistica o patrimoniale. L'esistenza di tale obbligo è argomentata facendo ricorso alla clausola generale di buona fede([132]) ma, come si andrà ad esporre, essa può forse più convincentemente essere considerata espressione di un principio generale desumibile da varie norme del nostro ordinamento della società per azioni.

---

società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole", *paper* presentato in occasione del Convegno 2014 dell'Associazione ODC, consultabile presso il *link* http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/25482/libertini_m..pdf, in part. 6 *ss*.,; oltre che ID., *Poteri funzionali, interessi legittimi e diritto privato. Libertà d'impresa, poteri privati e controlli delle Autorità indipendenti*, in AA. VV., *Tutela dei diritti e sistema ordinamentale*, a cura della SisDiC, ESI, Napoli, 2012, 97 *ss*..

Cfr. con riferimento al più specifico tema della protezione del valore economico del diritto di conversione nelle obbligazioni convertibili, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 456 e 470, che però poi propende per la soluzione negativa; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1983, 250; ampiamente R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 250 *ss*., 298 *ss*.; ID., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 132 *ss*.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1992, 237 *ss*.; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 207.

([131]) La tendenza è stata riscontrata anche negli Stati Uniti, dove la giurisprudenza si è trovata a dover affrontare una miriade di situazioni elaborate dalla prassi e non previste nelle cc.dd. *anti-dilution clauses* inserite nei regolamenti di emissione, v. sul punto *infra* il Cap. II, § 1.6.1..

([132]) Per la qualificazione della buona fede come "clausola generale volta a dirimere conflitti all'interno del rapporto obbligatorio e a stabilire un dovere comportamentale generale a contenuto indeterminato" v. M. LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, 345 *ss*..

CAPITOLO II:
OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI E PROTEZIONE DEL VALORE DI CONVERSIONE.

SOMMARIO: 1. *Obbligazioni convertibili e tutela del valore economico del diritto di conversione: il riconoscimento di un "principio di equivalenza"*. - 1.1. *Obbligazioni convertibili ed operazioni straordinarie*. - 1.2. *Nozione e funzione delle obbligazioni convertibili*. - 1.2.1. *La determinazione del valore di mercato di un'obbligazione convertibile*. - 1.2.2. *Natura giuridica delle obbligazioni convertibili*. - 1.3. *Il rapporto di cambio*. - 1.4. *Gli interessi in gioco*. - 1.5. *Operazioni straordinarie in pendenza del periodo di conversione: la "sensibilità" degli obbligazionisti convertibili alle vicende della vita sociale*. - 1.5.1. *La convertibilità anticipata e gli artt. 2420-*bis[4] *e 2503-*bis[2] *c.c.*. - 1.5.1.1. *La riduzione volontaria del capitale*. - 1.5.1.2. *La modificazione delle disposizioni dell'atto costitutivo concernenti la ripartizione degli utili*. - 1.5.1.3. *La fusione. - Segue. Il caso in cui l'emittente il prestito convertibile sia l'incorporante*. - Segue. *Il caso in cui l'emittente il prestito convertibile sia l'incorporata. - Segue. La protezione degli obbligazionisti convertibili in caso di incongrua determinazione del rapporto di cambio*. - 1.5.1.4. *La scissione*. - 1.5.1.5. *La fusione e scissione eterogenee*. - 1.5.2. *Significato della convertibilità anticipata. - Segue. La portata normativa dell'obbligo posto dall'art. 2503-bis[2] c.c. di attribuire "diritti equivalenti" in caso di mancata approvazione da parte dell'assemblea speciale. - Segue. Tra metodo del voto e metodo dell'equivalenza dei diritti*. - 1.5.3. *L'adeguamento del rapporto di cambio*. - 1.5.3.1. *Riduzione del capitale per perdite*. - 1.5.3.2. *Aumento gratuito del capitale*. - 1.5.3.3. *Significato dell'adeguamento del rapporto di cambio*. - 1.5.4. *Il diritto di opzione in caso di aumento a pagamento del capitale e di emissione di nuove obbligazioni convertibili. - Segue. Significato del diritto di opzione*. - 1.5.5. *I casi non regolati*. - 1.5.5.1 *La trasformazione*. - 1.5.5.2. *La distribuzione di riserve*. - 1.5.5.3. *Il fallimento dell'emittente*. - 1.5.5.4. *Lo scioglimento anticipato*. - 1.5.5.5. *Il raggruppamento e frazionamento di azioni*. - 1.5.5.6. *Il mutamento dell'oggetto sociale*. - 1.5.5.7. *Il trasferimento della sede sociale all'estero*. - 1.6. *La protezione del valore di conversione nell'esperienza comparatistica.* – 1.6.1. *Stati Uniti d'America*. – 1.6.2. *Francia*. – 1.6.3. *Germania*. – 1.6.4. *Svizzera*.

1. *Obbligazioni convertibili e tutela del valore economico del diritto di conversione: il riconoscimento di un "principio di equivalenza".*

Il campo delle obbligazioni convertibili non può che costituire il punto di partenza di un percorso di ricerca prospettato. Ciò sia per l'ampiezza del materiale normativo a disposizione, sia per la maggiore attenzione che nel tempo ad esse è stato dedicato dalla dottrina, sia infine per la varietà di strumenti di tutela approntati e per le numerose problematiche sollevate. La puntuale analisi dei molteplici punti ancora oscuri della disciplina e l'identificazione e categorizzazione delle diverse soluzioni prospettate nel tempo costituisce presupposto lo-

gico indispensabile dal quale partire per tentare un'accettabile impostazione del tema di ricerca prospettato.

Si può peraltro sin d'ora anticipare che dall'esame della complessa trama normativa del codice si ritiene possibile desumere un "principio di equivalenza dei diritti" in base al quale, pur consentendosi in determinate ipotesi all'emittente di compiere un'operazione potenzialmente dannosa a prescindere dal consenso degli obbligazionisti convertibili intesi come gruppo, si impone che quest'ultimo appronti dei meccanismi di protezione del valore economico del diritto di conversione. Tale "principio di equivalenza dei diritti" coesiste, come già accennato nella posizione del piano dell'indagine e come ci si propone di indagare in una prospettiva di futura ricerca, in un rapporto che potrebbe essere di "succedaneità funzionale" e di probabile vicendevole esclusione o di coeasistenza, con un altro sistema di tutela che affida la possibilità di compiere l'operazione ad un voto positivo da parte della maggioranza dei soggetti incisi.

1.1. *Obbligazioni convertibili ed operazioni straordinarie*.

La disciplina dettata dagli artt. 2420-*bis*, 2441 e 2503-*bis* c.c. in tema di tutela degli obbligazionisti convertibili([133]) costituisce, nell'ambito dell'ordinamento

([133]) Sulle obbligazioni convertibili v. A. AUDINO,sub *art. 2420*-bis, cit.; A. BANFI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Il Mulino, Bologna, 1990; M. BUSSOLETTI, *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. comm*., 1980, 12 ss.; ID., *Obbligazioni convertibili, con* warrant*, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm*., 1988, 261 *ss*.; L. CALVOSA, sub *art. 2420*-bis, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Jovene, Napoli, 2004, 962 *ss*.; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 442 *ss*.; ID., *Obbligazioni convertibili. Procedimento diretto*, in *Società*, 1991, 298 *ss*.; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit.; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit.; ID., *Le obbligazioni convertibili*, cit.; R. CLARIZIA, *Le obbligazioni,* cit., 644 *ss*.; A. DENTAMARO, *Le obbligazioni*, in Aa. Vv., *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009, 274 *ss*.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit.; V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, XVI, Tomo 3, UTET, Torino, 2011, 189 *ss*., in part. 367 *ss*.; R. DONNINI, *Tutela del possessore di obbligazioni convertibili. Le operazioni sul capitale, la modifica del rapporto di cambio, il diritto di opzione e l'acquisizione anticipata di azioni*, in *Società*, 1987, 684 *ss*.; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, *cit*.; L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione. Note in tema di obbligazioni convertibili*, in *Riv. soc*., 1990, 809 *ss*.; A. GIANNELLI, sub *art. 2420* bis, *cit*., 257 *ss*.; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit.; E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili in azioni, alcune questioni di base*, in *Il bilancio di esercizio*, CEDAM, Padova, 1976, 193; D. VELO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1975.

italiano, il più elaborato sistema di protezione di soggetti diversi dagli azionisti ordinari in occasione di operazioni straordinarie poste in essere dalla società emittente.

Il sistema in questione, ad eccezione dell'art. *2503*-bis c.c., ad esso posteriore, è stato introdotto dall'art. 9 della l. 7 giugno 1974, n. 216([134]), così colmando una lacuna del nostro ordinamento che, sino a quel momento, non conosceva una specifica disciplina legislativa delle obbligazioni convertibili([135]).

La presente analisi si concentrerà unicamente sulle obbligazioni convertibili frutto di un procedimento di emissione c.d. "diretta", le uniche regolate dall'art. 2420-*bis* c.c., non considerando il procedimento c.d. "indiretto". La struttura economica delle due operazioni è infatti del tutto differente([136]): nel metodo diretto le obbligazioni vengono convertite in azioni della stessa società emittente *non ancora emesse*, le quali vengono originariamente create e diretta-

---

([134]) Per un commento, in chiave perlopiù critica, all'intervento del 1974 v. V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 708 *ss.*; V. COLUSSI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 601 *ss.*.

([135]) Per un ampia e documentata analisi storico-comparativa sul punto v. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 33-53.

Nella letteratura italiana, v. senza ambizioni di completezza, AA.VV., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, quaderno n. 2, Montedison, Milano, 1974; A. BANFI, *Note sul fenomeno della convertibilità*, in *Riv. soc.*, 1958, 134 e 139; V. BUONOCORE, *"L'épreuve prénuptiale": obbligazioni convertibili e "gestioni speciali"*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 280 *ss.*; V. COLUSSI, *Problemi*, cit.; G. DE MARCHI, *Su taluni problemi in tema di obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 203 *ss.*; A. DE MARTINI, *Profilo giuridico*, cit.; G. FRÉ, *Società per azioni. Art. 2325-2461*, a cura di A. Pellicanò, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1982, 590 *ss.*; JARRUSSI, *Le obbligazioni convertibili in azioni in Italia (1963-1973)*, appendice al quaderno n. 2 Montedison, Milano, 1974; G. MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, 499 *ss.*, in part. 505-506; ID., *Obbligazioni convertibili in azioni*, in *Società, associazioni, gruppi organizzati*, ESI, Napoli, 1973, 324; G. MOLLE, *Sulle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1948, I, 89 *ss.*; A. PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciale*, *cit.*; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 187 *ss.*; I. A. SANTANGELO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1968, I, 259 *ss.*; B. VISENTINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Rass. ass. banc.*, 1947, 339 *ss.*.

In giurisprudenza v. App. Firenze, 27 luglio 1955, in *Foro pad.*, 1955, I, 1042 *ss.*; in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, 442 *ss.*, con nota di IANNUZZI, *In tema di aumento di capitale a favore degli obbligazionisti*; in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1955, II, 218 *ss.*, con nota di G. DE MARCHI, *In tema di impegno a consentire la conversione in azioni di obbligazioni di società*.

([136]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 202; v. approfonditamente G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 19 *ss.*.

mente assegnate all'obbligazionista([137]). Nel metodo indiretto, invece, la conversione si effettua su azioni (proprie o di società terze) *già esistenti* e detenute in portafoglio dalla società emittente, con la conseguenza che essa si risolve in una semplice attribuzione di titoli, per l'appunto, già esistenti.

E' quindi solo nell'ipotesi di emissione diretta che si viene a porre l'esigenza di tutela degli obbligazionisti convertibili nella pendenza del periodo di conversione, tutelando la *possibilità giuridica* e il *valore economico* del diritto di conversione, la cui attuazione si intreccia con il tema dei vincoli "all'estensione dell'originario rapporto sociale"([138]).

1.2. *Nozione e funzione delle obbligazioni convertibili*.

Le obbligazioni convertibili sono un tipo di obbligazioni che, ad una determinata data ed in base ad un prefissato rapporto di cambio, attribuiscono il diritto potestativo di sottoscrivere azioni([139]) della società emittente utilizzando come conferimento gli importi già versati a titolo di mutuo al momento della sottoscrizione delle obbligazioni medesime.

Funzione delle obbligazioni convertibili è in primo luogo quella di favorire la raccolta di provvista finanziaria da parte della società emittente. La peculiarità dell'operazione economica da esse rappresentata le rende infatti idonee a costituire soprattutto una forma di finanziamento di emergenza per l'emittente in difficoltà, giacché la presenza della clausola di convertibilità consente un riconoscimento di tassi di interesse più convenienti rispetto ad una normale operazione di finanziamento obbligazionario. In secondo luogo, l'emissione di un prestito convertibile può permettere una sorta di aumento di capitale differito,

([137]) Nell'esperienza italiana un caso specifico di particolare rilevanza è stato quello delle emissioni effettuate dall'I.R.I. nel periodo anteguerra (emissioni I.R.I. – S.T.E.T.; I.R.I. – Ferro; I.R.I. – Mare; I.R.I. – Elettricità), sulle quali v. A. GRAZIANI, *Le obbligazioni I.R.I., serie speciale gestione S.T.E.T.*, in *Riv. dir. comm*., 1934, I, 149 *ss*. e B. VISENTINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 342 *ss*., che qualificava l'operazione in termini atipici.

([138]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 31-33.

([139]) Il titolo sottostante può consistere sia in un'azione ordinaria sia in un'azione privilegiata o di risparmio, v. già G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 6, con interessanti notazioni in merito all'esperienza statunitense ed europea; v. inoltre A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 260, che fa notare come il notevole incremento di categorie speciali di azioni introdotto dalla riforma potrebbe indurre all'incremento di obbligazioni convertibili in azioni speciali, diverse da quelle ordinarie.

particolarmente vantaggioso se effettuato in un momento in cui le condizioni di mercato permetterebbero il collocamento delle azioni ad un prezzo ritenuto non in linea con il reale valore dell'impresa, che viene invece individuato proprio sulla base delle aspettative di redditività futura mediante un'opportuna fissazione del rapporto di cambio([140]).

L'eventuale esercizio del diritto di conversione ha poi l'indubbio vantaggio di consentire una stabilizzazione della struttura finanziaria dell'emittente, con la trasformazione del capitale di credito in capitale sociale.

D'altro canto, mediante la sottoscrizione di titoli convertibili gli investitori, oltre ad una garanzia di reddito, si garantiscono la possibilità di procrastinare nel tempo la decisione se divenire azionisti, così potendo lucrare su di un'eventuale rialzo dei corsi azionari([141]). Tale possibilità è particolarmente allettante in periodi di forte inflazione, giacché il portatore può evitare l'erodersi del valore reale del proprio credito di valuta nei confronti dell'emittente convertendolo in una partecipazione capitalistica qual è l'azione([142]).

1.2.1. *La determinazione del valore di mercato di un'obbligazione convertibile*.

La determinazione del valore di mercato di un'obbligazione convertibile, come quella di qualsiasi altro titolo convertibile, poggia quindi in primo luogo e fondamentalmente sul valore del titolo c.d. sottostante, ossia sul titolo che è possibile ottenere esercitando il diritto di conversione. La formula correntemente utilizzata in finanza per esprimere il valore di un diritto di opzione è quella

---

([140]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 13 e bibliografia alla nt. 34. Più diffusamente in merito alle opinioni che da tale osservazioni traggono conseguenze ulteriori in punto di disciplina v. *infra* il § 1.4.

([141]) Per un'approfondita analisi del fenomeno da un punto di vista finanziario v. A. BANFI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 7 *ss*.; L. DALLÈVES, *L'obligation convertible en droit comparé et specialment en droit suisse*, Sion, 1963, 52 *ss*.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 1 *ss*.; J. S. KATZIN, *Financial and legal prolems in the use of convertible securities*, in *Bus. Lawyer*, 1969, 361; MONTI-ONADO, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*[2], Il Mulino, Bologna, 1985, 232; S. VACCÀ, *Evoluzione nelle tecniche di emissione delle obbligazioni*, in *Il Risparmio*, 1960, 1927 *ss*.; J. C. VAN HORNE, *Teoria e tecnica della finanza di impresa*, Il Mulino, Bologna, 1984, 855; D. VELO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 2 *ss*..

([142]) Cfr. sul punto L. DALLÈVES, *L'obligation convertible*, cit., 55; DEFOSSÈ G., *Les obligation convertibles en actions*[2], Presses universitaires de France, Paris, 1970; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 9; S. VACCÀ, *Evoluzione*, cit., 1972 *ss*..

di Black, Scholes & Merton, la cui quantificazione dipende da sei fattori: 1) il prezzo corrente dell'azione, S_0; 2) il prezzo di esercizio, K; 3) la vita residua, T; 4) la volatilità del prezzo dell'azione; 5) il tasso d'interesse privo di rischio, r; 6) i dividendi attesi durante la vita dell'opzione, il cui valore attuale è D. Con la conseguenza che il valore finale di una *call* esercitata dipende dal prezzo dell'azione che con essa si acquista (c.d. "sottostante"). Pertanto le *calls* valgono di più se cresce il prezzo dell'azione e valgono di meno se cresce il prezzo di esercizio([143]). Più in particolare, con riferimento al terzo fattore, si può osservare che le opzioni cc.dd. *americane*, ossia quelle esercitabili in un qualsiasi momento, valgono di più al crescere della vita residua. Ciò perché, nel caso di due opzioni con differente data di scadenza, chi possiede l'opzione con la vita residua maggiore ha tutte le opportunità d'esercizio del possessore dell'opzione con la vita residua minore – e altre ancora. Per quanto riguarda il fattore della volatilità, invece, essa misura l'incertezza sul futuro comportamento del prezzo. Se la volatilità aumenta, cresce la probabilità che la *performance* del titolo sia molto brillante o molto modesta. Per chi possiede il titolo, questi due effetti si compensano tra loro. Invece, chi possiede una opzione *call* trae beneficio dai rialzi ma ha un "rischio inferiore" (*down side risk*) limitato, perché, in caso di ribasso, non può perdere più del premio/prezzo pagato([144]).

([143]) Cfr., per un primo approfondimento su tali aspetti, J. C. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*[7], Pearson-Paravia-Mondadori, Torino, 2009, 185 (trad. it. a cura di E. Barone dall'edizione inglese *Option, Futures and Other Derivatives*, Pearson Education Inc., 2009), 289 *ss*.. Con più specifico riferimento alle obbligazioni convertibili Cfr. A. BANFI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 53 ss. e 248 ss., per un'indagine empirica sul mercato italiano; E.F. BRIGHAM, *An analysis of convertible debentures: theory and some empirical evidence*, in *Journ. of finance*, 1966, 35 *ss*.; S. J. GEPTS, *Valuation and selections of convertible bonds*, Praeger, New York, 1987, 51 *ss*.; H. RUSCH, *Die Wandelschuldverschreibung*, Duncker & Humblot, Berlin, 1956, 147 *ss*.; J. C. VAN HORNE, *Teoria e tecnica della finanza di impresa*, cit., 865 *ss*.; D. VELO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 42 ss..

([144]) Cfr. gli autori alla nt. precedente e G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 11 nt. 31, che giustamente fa notare come il fenomeno si atteggi in maniera differente a seconda che si consideri la posizione del primo sottoscrittore, il cui *down side risk* sarà pari al valore nominale dell'obbligazione, o quella dei successivi acquirenti, il cui *down side risk* potrebbe ben essere più elevato avendo costoro eventualmente acquistato il titolo ad un valore di mercato superiore.

1.2.2. *Natura giuridica delle obbligazioni convertibili*.

La natura giuridica delle obbligazioni convertibili è ricondotta dalla dottrina prevalente([145]) a due distinti rapporti: un rapporto di mutuo, comune ad ogni obbligazionista; un rapporto di conversione, che ha natura di opzione([146]), in forza della quale è riconosciuto al portatore il diritto potestativo([147]) di novare([148]) il titolo del rapporto da mutuo a partecipazione sociale.

([145]) Cfr. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 240 *ss*.; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 212 *ss*. e, ancor più ampiamente, ID., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 235 *ss*.. Per una rassegna delle diverse posizioni dottrinali sul punto anteriori alla riforma v. M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, in *Giur. sit. dir. civ. e comm.*, fondata da W. Bigiavi, UTET, Torino, 2000, 279 *ss*..

([146]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 279; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 478 *ss*.; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 177; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 312; V. COLUSSI, *Problemi*, cit., 60; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 266 e la bibliografia anche internazionale cit. alla nt. 29, 274 nt. 36; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 281; E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 200.

In giurisprudenza v. App. Milano, 24 ottobre 1983, in *Società*, 1984, 678 *ss*.; App. Brescia, 4 maggio 1984, in *Vita not*., 1984, 471 *ss*..

V. inoltre l'opinione, seppur ormai superata a seguito dell'introduzione dell'art. 2420-*bis* c.c. ad opera della l. 216/74, di NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1975, 235 *ss*., che, analogamente a quanto si sosteneva prima della riforma con riferimento all'ipotesi in cui non fosse stato deliberato l'aumento di capitale a servizio, ricostruiscono la fonte del diritto di conversione in termini di contratto preliminare unilaterale in virtù del quale l'emittente si obbligherebbe a stipulare il contratto definitivo di cessione a richiesta dell'obbligazionista; con la conseguenza che fino all'emissione delle azioni, che costituirebbe l'accettazione da parte dell'emittente della proposta di conclusione del definitivo, il contratto di sottoscrizione non si perfezionerebbe e l'obbligazionista rimarrebbe creditore, conservando il diritto a percepire gli interessi. Teorizzazione, quest'ultima, che si ritiene superata dalle persuasive argomentazioni di V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 716, che rileva come la qualificazione in termini di contratto preliminare sia impedita dalla definitività dei due negozi collegati, essendo sufficiente il mero esercizio del diritto di conversione da parte dell'obbligazionista.

([147]) Qualifica, quest'ultima, unanimemente condivisa, cfr. per tutti A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, cit., 1345 e bibliografia alla nt. 105; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 246 e nt. 2 e 312.

([148]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 264; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 445; G. FERRI, *Le società*, cit., 390; ID., *Manuale di diritto commerciale*[13], a cura di C. Angelici e G. B. Ferri, UTET, Torino, 2010, 485, argomentando in base alla considerazione per cui non coesistendo, ma susseguendosi il rapporto di mutuo ed il rapporto sociale, il sorgere del secondo rapporto determina, per l'appunto, l'estinzione per novazione del primo; G. FRÉ, *Società per azioni*, cit., 472.

Un tale ipotesi ricostruttiva produce una serie di conseguenze. In primo luogo, la realità degli effetti conseguenti al meccanismo dell'opzione di cui all'art. 1331 c.c. dovrebbe consentire, in caso di inottemperanza dell'emittente all'obbligo di rilasciare i titoli a seguito dell'esercizio del diritto di conversione, il ricorso al rimedio dell'esecuzione forzata in forma specifica "per consegna o rilascio" sulle azioni di nuova emissione *ex* art. 2930 c.c.([149]). In secondo luogo, l'accettazione da parte dell'obbligazionista della proposta irrevocabile rivoltagli *ex* art. 1331 c.c. da parte dell'emittente determinerebbe l'immediato perfezionamento del contratto di sottoscrizione, con automatica trasformazione della posizione dell'obbligazionista in *socio non ancora azionista*, giacchè l'acquisizione di quest'ultima posizione dipende dalla consegna del titolo azionario([150]).

Altra parte della dottrina, formatasi prima della riforma del 1974, riteneva([151]), ed in parte continua a ritenere([152]), che a seguito dell'esercizio del diritto di conversione si verifichi un'ipotesi di compensazione, volontaria o legale, tra crediti e debiti reciproci esistenti tra emittente e obbligazionista, e ciò nonostan-

---

([149]) V. *infra* gli autori citati alla nt. 198.

([150]) Cfr. in tal senso da ultimo A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, cit., 1346 nt. 107; M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 14 *ss.*; ID., *Obbligazioni convertibili*, cit., 263 *ss.*; V. COLUSSI, *Problemi*, cit., 50 *ss.*; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 440 e 472.

([151]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 269 *ss.*; G. DE MARCHI, *Su taluni problemi*, cit., 210 *ss.*; A. DE MARTINI, *Profilo giuridico*, cit., 532; G. MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni e opzione*, cit., 545; ID., *Obbligazioni convertibili in azioni*, in *Società, associazioni, gruppi organizzati*, cit., 324; I. A. SANTANGELO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 273 *ss.*; E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 202. Analogo orientamento è ravvisabile in Francia, v. sul punto la bibliografia citata da G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 271 nt. 30.

In senso contrario v. G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., 486, in coerenza con la propria teoria circa il susseguirsi del rapporto sociale rispetto a quello di mutuo esposta alla nt. 148 che precede; G. FRÉ, *Società per azioni*, CIT., 390; A. PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciale*, cit., 903, nt. 21; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 82 *ss.*.

([152]) Cfr. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 116 e 180; M. SANDULLI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in G. MINERVINI (a cura di), *La recente riforma delle s.p.a.. Profili ricostruttivi e annotazioni critiche*, Coop. Ed. Economia e Commercio, Napoli, 1976, 108 *ss.*; E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 202. Da ultimo v. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 311 e 321-322, che, argomentando in base all'unitarietà del documento e della controprestazione, ravvisa nella fattispecie un'ipotesi di compensazione volontaria la quale, "pur nell'incertezza di una disciplina forse non esaustiva, appare quella che meglio corrisponde a quei due aspetti, quello creditizio e quello partecipativo, che pur se operanti in tempi diversi e su piani diversi, sono nei titoli convertibili strettamente connaturati tra loro".

te la nota diatriba in ordine all'ammissibilità di un'estinzione per compensazione del debito del socio per conferimenti([153]). In maniera funzionalmente analoga si è parlato di conferimento del credito da rimborso e conseguente sua estinzione per confusione([154]) o di conferimento in natura accompagnato da rinuncia

([153]) Su cui v. già G. B. PORTALE, *I conferimenti in natura «atipici» nella s.p.a.*, Giuffrè, Milano, 1974, 56 *ss.*. Per la soluzione negativa v. E. SIMONETTO, *Prestazioni del socio e compensazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, I, 237 *ss.*, argomentando in base alla funzione di garanzia del capitale sociale, garanzia che richiederebbe un effettivo accrescimento patrimoniale e non una semplice compensazione; G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., 283, nel senso della eterogeneità delle posizioni giuridiche tra debito di conferimento, che grava sul socio *uti socius*, e credito vantato versa la società, che ha natura extrasociale. Per la prevalente soluzione affermativa, che fa leva sull'inesistenza di una norma proibitiva specifica e su di un pregiudizio ai terzi, v. C. ANGELICI, *Appunti sull'art. 2436 c.c. con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 275 *ss.*; E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 181 *ss.*; E. CESARO, *Brevi considerazioni sul problema della compensazione tra debito del socio e credito verso la società*, in *Dir.* e *giur.*, 1963, 260 *ss.*; Consiglio Notarile di Milano, massima del 5 marzo 2013; S. LANDOLFI, *L'aumento del capitale sociale*, in Società, 1983, 1253 *ss.*; F. MARTORANO, *Compensazione del debito per conferimento*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, UTET, Torino, 2006, I, 522; A. PISANI-MASSAMORMILE, *Conferimenti in s.p.a. e formazione del capitale*, Jovene, Napoli, 1992, 270 *ss.*; V. SALAFIA, *Aumento del capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, 225 *ss.*; M. S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1, tomo 2, UTET, Torino, 2004, 410 *ss.*.

In giurisprudenza per la tesi che negava la possibilità di effettuare tale compensazione v. Cass., 10 dicembre 1992, n. 13095, in *Fall.*, 1993, 595 *ss.*, con nota di F. LAMANNA, *Debiti di conferimento del socio e compensazione*; in *Riv. dir. comm.*, 1994, II, 221 *ss.*, con nota di L. FARENGA, *La compensazione del credito del socio verso la società con il debito da conferimento al vaglio della Cassazione: un'occasione mancata*; in *Giur. comm.*, 1994, II, 202 *ss.*, con nota di M. MALTONI, *Compensazione del credito del socio verso la società con il debito sorto a suo carico a seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale*; in *Dir. fall.*, 1994, II, 501 *ss.*, con nota di M. LEMBO, *Problemi in materia di compensazione societaria*. Nel senso affermativo v. invece Cass., 5 febbraio 1996, n. 936, in *Giur. comm.*, 1998, II, 505 *ss.*, con nota di C. GRIPPA, *Legittimità della compensazione in sede di aumento del capitale sociale: difficoltà di inquadramento del fenomeno*; in *Nuova giur. civ.* comm., 1997, I, 156 *ss.*, con nota di M. DE ACUTIS, *La Cassazione muta opinione sulla compensabilità del debito del socio da sottoscrizione con un suo credito verso la società, ma ... fino a un certo punto*; in *Corr. giur.*, 1996, 547 *ss.*, con nota di G. LOMBARDI, *La controversa questione dell'aumento di capitale mediante compensazione con un credito del socio verso la società*. Analogamente v. Cass., 24 aprile 1998, n. 4236, in *Giust. civ.*, 1998, I, 2819 *ss.*, con nota di G. VIDIRI, *È consentita la compensazione tra debito di conferimento del socio e credito verso la società?*; Cass., 19 marzo 2009, n. 6711, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it.

([154]) Cfr. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 91 *ss.*, 180 *ss.*, 114 *ss.*.

del credito al rimborso([155]). Come però è stato condivisibilmente affermato tali costruzioni dogmatiche potevano avere un senso prima del 1974, in una situazione di totale vuoto normativo, ma allo stato attuale risultano eccessivamente artificiose([156]). Innanzitutto esse, individuando il significato della convertibilità nella successiva operazione di aumento di capitale effettuata mediante conferimento, confusione o compensazione di crediti/beni in natura, non colgono l'essenza economica del prestito convertibile, il quale assume la diversa funzione di agevolare la raccolta di provvista finanziaria da parte dell'emittente a condizioni migliori di quelle di un normale prestito obbligazionario. Con altre parole, nel prestito convertibile i due fatti economici (assunzione di un debito, trasformazione del medesimo in partecipazione) non sono, come nel caso di aumento mediante conferimento/confusione/compensazione, dotati di loro autonoma valenza economica ma fanno parte di un'unica operazione.

Non hanno poi trovato accoglimento quelle tesi che ravvisavano nell'operazione una struttura unitaria e complessa – vuoi sul piano causale([157]), quasi che le obbligazioni convertibili costituissero una figura tipologicamente "intermedia" tra le azioni e le obbligazioni, vuoi sul piano meramente fattuale([158]) – così affermando l'autonomia del prestito obbligazionario convertibile rispetto a quello ordinario. La conclusione, si è correttamente osservato, pur cogliendo una indubbia e naturale tendenza all'evoluzione propria di ogni titolo convertibile, non trova riscontro([159]). Sul piano economico, ove come si ve-

([155]) Cfr. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 81 *ss*. e 124 *ss*. e ampiamente sul punto G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 272 nt. 31, che da conto di come la tesi fu elaborata inizialmente in Germania per aggirare la necessaria attribuzione di un'opzione sui titoli di compendio agli azionisti preesistenti.

([156]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 272.

([157]) Cfr. E. SIMONETTO, *Le obbligazioni*, cit., 193 *ss*..

([158]) V. B. VISENTINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 79 *ss*., il quale però non si spinge sino a parlare di natura "mista" dell'obbligazione convertibile, ritenendo il rapporto "*sui generis*" in quanto l'individuazione della sua causa dipenderebbe dalla scelta compiuta dall'obbligazionista entro la scadenza. In senso contrario v. V. COLUSSI, *Problemi*, cit., 48 *ss*..

([159]) V. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 267. Analogamente v. V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 728; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 446 ss.; A. HUECK, *Die Behaldung von Wanderlschuldverschreibungen bei Änderung des Grundkapitals*, in *Der Betrieb*, 1963, 1347 ss., in part. 1347; M. LUTTER, in *Kölner Kommentar Zum Aktiengesetz*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1971, 558 anm. 18; F. MEYER, *Wandelschuldverschreibungen*, in *Der Betriebs-Berater*, 1955, 549 *ss*., in part. 549; G. NICCOLINI, *Interessi pubblici e interessi privati nella estinzione delle società*,

drà([160]) all'operazione è attribuibile un autonomo valore (di conversione, appunto) non in ragione della sua natura ancipite ma a causa della sua potenzialità evolutivo/speculativa([161]). Su quello giuridico, giacché sino a quando non venga esercitato il diritto di conversione "l'obbligazione costituisce per la società un debito oneroso, da iscrivere fra le passività reali, e per il titolare un titolo che attribuisce diritti di credito, il diritto di conversione, ma nessun diritto di partecipazione"([162]).

La unitarietà della posizione non può poi nemmeno essere affermata ricorrendo alla figura dell'obbligazione alternativa dell'emittente a scelta del portatore([163]). Il ricorso a tale fattispecie, anche se coglie senza dubbio la successione temporale dei due rapporti([164]), si scontra però con due obiezioni. In primo luo-

---

Giuffrè, Milano, 1990, 602 *ss*.; TAITHÉ-SICHEL, *Obligations ordinaires. Obligations convertibles ou échangeables*, in GIDE-LOYRETTE (a cura di), *Dict. des soc. anon*., Nouel, Paris, 1975, 195 *ss*..

Diversa è la posizione cui si accennava, che verrà a breve esaminata (v. *infra* il § 1.4.), di M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 26 *ss*., il quale non ritiene che la posizione dell'obbligazionista convertibile prima della conversione sia assimilabile a quella di un creditore ma in quella di un sottoscrittore di un aumento di capitale ad esecuzione differita.

([160]) V. *infra* il § 1.4.

([161]) L'affermazione di una natura intermedia del titolo obbligazionario convertibile è frequente nella dottrina specialistica, tanto che su di essa è stato costruito il titolo di una di esse, v. L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit.. Da essa però non viene tratta alcuna conseguenza in termini prescrittivi, così rimanendo al livello di mera descrizione evocativa del fenomeno. V. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 171; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 272 *ss*.; R. CLARIZIA, *Le obbligazioni*, cit., 645; H. MEILICKE, *Wandelschuldverschreibungen bei Kapitalherabsetzung*, in *Der Betriebs-Berater*, 1963, 500 *ss*., in part. 501; W. SCHILLING, in *Grosskommentar Zum Aktiengesetz*[3], III, De Gruyter, Berlin-New York, 1973, 99 anm. 4; Y. SERRA, *Le droit de conversion des obligations convertibles à tout moment,* in *Rev. trim. dr. comm.*, 1971, 593 *ss*., in part. 593.

([162]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 268, il quale precisa come l'osservazione non sia smentita da quelle norme che, nel tutelare il diritto di conversione, "attribuiscono all'obbligazionista gli stessi diritti del socio (art. 2441 c.c.), ciò avviene non perché il primo sia «quasi socio», ma in via strumentale al fine di tutelare il suo interesse alla conservazione del valore di conversione del titolo obbligazionario".

([163]) Cfr. F. DI SABATO, *Manuale delle società*, UTET, Torino, 1999, 365 *ss*.; A. PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciale*, cit., 904 in nota; AULETTA-SALANITRO, *Diritto commerciale*[12], Giuffré, Milano, 2012, 204 *ss*.. V. inoltre App. Firenze, 26 luglio 1955, cit., 483: "all'obbligazionista è data facoltà di pretendere o la restituzione del capitale o l'attribuzione di azioni, e finché tale volontà non sia stata espressa [manca] la determinazione dell'oggetto della prestazione".

([164]) V. infatti L. N. GEORGAKOPOULOS, *Zur Problematik der Wandelschuldverschreibungen*, in *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht*, 1957, 116 *ss*., in part. 131 nt. 170.

go, così procedendo non si riesce a spiegare come sia possibile che anche a seguito dell'esercizio della "facoltà di conversione" la società emittente sia ancora tenuta ad effettuare una porzione di adempimento correlata all'obbligazione "di credito", ossia quella relativa agli interessi sino a quel momento maturati([165]). In secondo luogo, le due prestazioni in rapporto di pretesa alternatività sono ben lungi dall'avere, come dovrebbero([166]), un'unica causa, trattandosi così più che di un'alternativa tra prestazioni di un'alternativa tra rapporti giuridici([167]).

I due rapporti – di mutuo e di opzione di partecipazione - seppur distinti, sono allora tra loro collegati da un nesso di interdipendenza finalizzato alla realizzazione della funzione economica del prestito convertibile([168]).

1.3. *Il rapporto di cambio*.

La conversione delle obbligazioni in azioni è effettuata in base ad un rapporto numerico, determinato dalla delibera di emissione *ex* art. 2420-*bis*[1], c.c. ed indicato sulle obbligazioni medesime *ex* art. 2420-*bis*[6], c.c., che può essere espresso sia in termini assoluti, come numero di azioni che è possibile ottenere in cambio di un'obbligazione([169]), sia in termini relativi, come rapporto tra valori([170]).

([165]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 269; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 60 *ss*..

([166]) Basti il richiamo a F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*[14], ESI, Napoli, 2009, 608 *ss*..

([167]) Cfr. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 62, che riprende un'osservazione di M. FRAGALI, *Del mutuo*[2], in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1966, 186. V. inoltre, per ampie e profonde considerazioni sul punto G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 269 nt. 27.

([168]) V., per la qualifica in termini di collegamento negoziale volontario V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibil*i, cit., 716; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 444; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 311 e 321-322; ID., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 234 ss.; V. COLUSSI, *Problemi*, cit., 49 *ss*.; G. DE MARCHI, *Su taluni problemi*, cit., 203 *ss*.; A. DE MARTINI, *Profilo giuridico*, cit., 189 *ss*.; G. MINERVINI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 301 *ss*.; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 77 *ss*..

([169]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 5, per una distinzione tra *conversion ratio* e *conversion price*, 91 ss., e per una ricostruzione dell'ampio dibattito sviluppatosi, caso unico nell'esperienza comparatistica, tra la dottrina italiana; l'autore argomenta in modo convincente a sostegno di un'espressione del rapporto come rapporto tra i numeri dei titoli scambiabili, facendo notare come l'operazione finanziaria sia tutta basata sulla scelta compiuta dall'emittente

Nel silenzio della norma([171]), unico limite che la società emittente deve rispettare nella fissazione di tale rapporto è quello costituito dall'art. 2346[5] c.c., richiamato dall'art. 2420-*bis*[2] c.c.. La dottrina è quindi unanime nel sostenere che tale rapporto possa essere espresso in termini rigidamente matematici([172]), senza tener conto di altri elementi, come ad esempio accade nell'ipotesi di fusione. E' poi necessario ribadire([173]) come il rapporto di cambio, destinato nella normalità dei casi a venire in considerazione per effetto di conversioni effettuate in un momento anche di molto successivo all'emissione del prestito, non è mai stabilito esclusivamente sulla base degli indici patrimoniali dell'emittente riscontrabili al momento dell'emissione medesima, ma riflette le aspettative di fu-

---

in ordine al prezzo, inteso in termini di numero – o frazione di numero – di obbligazioni convertibili che si intende far pagare per la sottoscrizione di un'azione. Nello stesso senso Cfr. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 52 *ss*.; G. VALCAVI, *Modifica del rapporto di cambio delle obbligazioni convertibili e riduzione per perdite del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ*., 1983, II, 425 *ss*..

([170]) Cfr. in tal senso E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm*., 1977, I, 923 *ss*.; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 234 *ss*.. Il rapporto in questione sarebbe "tra valori" e non solo "tra titoli", giacché esso indicherebbe non solo il numero di azioni da convertire in ogni obbligazione, ma anche il valore nominale delle medesime, cfr. sul punto A. BANFI, *Le modalità di conversione dei prestiti obbligazionari convertibili nell'esperienza del mercato italiano*, in *Banca, impresa, società*, 1985, 468 nt. 4; ID., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 163 *ss*.; D. VELO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 24 *ss*..

([171]) Criticato in dottrina, per non aver il legislatore affrontato i numerosi problemi *de jure condendo* già sollevati dalla dottrina, cfr. A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, cit., 1326; V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 721; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 453; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 109; ID., *Delle obbligazioni*, cit., 226; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 91; v. però, in una posizione di fiducia nei confronti delle capacità del mercato di apprezzare una corretta determinazione del rapporto di cambio, J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 68-69; A. GIANNELLI, sub. *art. 2420*-bis, cit., 273.

([172]) Cfr. V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 721; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 227; E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 218. Per un'ampia disamina delle clausole di conversione v. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 93 nt. 43 e D. VELO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 24 *ss*. V. però G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 95-97 che, dopo aver dato conto della prassi di *common law*, in cui si preferisce indicare non il rapporto ma il prezzo di conversione reale di sottoscrizione delle azioni offerte in conversione, suggerisce l'individuazione di una serie di rapporti di cambio del valore delle partecipazioni azionarie crescenti con il trascorrere del periodo di conversione, in modo da stimolare la trasformazione del capitale di debito in capitale proprio; nello stesso senso v. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 453.

([173]) V. *supra* quanto osservato al § 1.2.

turo apprezzamento dei titoli di compendio legate all'incremento patrimoniale e reddituale dell'emittente o alle tendenza al rialzo delle quotazioni([174]).

La disposizione, innovativa rispetto a quella anteriore alla riforma del 2003([175]), pone il problema della ammissibilità dell'emissione di obbligazioni convertibili con c.d. "disaggio", ovvero per somma inferiore al loro valore nominale (c.d. "sotto la pari"). L'emissione con disaggio è così da ritenersi ammissibile([176]) a condizione che le condizioni di conversione non comportino la violazione dell'art. 2346[5] c.c., con la conseguenza che il valore dei conferimenti non sia pari a quello del capitale destinato all'esercizio della conversione([177]). L'ammontare dei conferimenti nel caso di specie è però costituito proprio dalla somma di denaro versata al momento della sottoscrizione delle obbligazioni convertibili.

Muovendo da tale ultima considerazione parte della dottrina([178]) ritiene possibile coprire la differenza tra prezzo di emissione e valore nominale delle azioni da attribuire in conversione utilizzando riserve disponibili, che rimarrebbero vincolate a servizio della conversione. Conseguentemente, in caso di conversione, l'aumento di capitale a servizio sarebbe coperto in parte da quanto è stato a suo tempo versato dagli obbligazionisti e, per la parte rimanente, dalla riserva a servizio, vincolata sino a quando è pendente il termine di conversio-

---

([174]) Cfr. F. JANNSEN, *Bedeutung und Ausstattung von Wandel und Optionsanleihen*, Otto Schwartz, Göttingen, 1982, 100 *ss.*; G. SCHUMANN, *Optionsanleihen*, Heymans, Köln-Berlin-Bonn-München, 1990, 58 *ss.*; G. WEGER, *Optionsscheine als Anlagealternative*, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1985, 15 *ss.*. Con riferimento ai *warrants* azionari, ma con argomentazioni di ordine più generale, v. F. GUERRERA, *I* warrants *azionari*, cit., 3 nt. 8, che fa notare come un "prezzo d'esercizio troppo elevato e distante dalla quotazione corrente del titolo potrebbe non essere compreso o condiviso dal mercato e compromettere il buon esisto dell'operazione; viceversa, un prezzo d'esercizio troppo basso, in rapporto al corso attuale del titolo, potrebbe determinare una eccessiva diluizione".

([175]) Il precedente art. 2420-*bis*[3] c.c. stabiliva infatti che "le obbligazioni convertibili in azioni non possono emettersi per somma inferiore al loro valore nominale".

([176]) Per i termini del dibattito sviluppatosi anteriormente al 1974 v. ampliamente P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 104 *ss.*, v. inoltre G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 450 *ss.*; per la dottrina più recente cfr. A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 278; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 225.

([177]) Cfr. A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, cit., 1332.

([178]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 106; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 227.

ne([179]). Parte della dottrina notarile, invece, è orientata nel senso di non richiedere la copertura di tale differenza, ritenendo sufficiente che il valore nominale delle azioni da offrire in conversione non ecceda il c.d. "credito da rimborso" dell'obbligazionista per il caso di mancata conversione (pari al valore nominale dei titoli che, per l'appunto, in caso di emissione con disaggio, è superiore alla somma effettivamente sborsata dall'obbligazionista)([180]). In una posizione intermedia, infine, si colloca parte della dottrina che richiede che il valore nominale delle azioni offerte in conversione non ecceda la somma originariamente versata dall'obbligazionista([181]).

1.4. *Gli interessi in gioco*.

Analizzando gli interessi in gioco, pertanto, gli obbligazionisti convertibili, oltre a condividere con gli obbligazionisti ordinari l'interesse all'eventuale rimborso dell'apporto erogato a titolo di mutuo, sono interessati a che il diritto di conversione che caratterizza la loro posizione non venga soppresso o alterato: *a)* nel suo valore *economico*, come diritto ad ottenere un lucro mediante la sotto-

([179]) Cfr. G. B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo*, cit., 313; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 135; contra v. V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 720, ad opinione del quale tali riserve disponibili, originariamente messe a disposizione della società per il caso in cui gli obbligazionisti decidessero di convertire, dovrebbero essere distribuite agli obbligazionisti che abbiano esercitato il diritto di conversione a danno di coloro che tale diritto non abbiano esercitato.

([180]) Cfr. Consiglio Notarile di Milano, massima n. 61, Emissione di obbligazioni convertibili con disaggio, argomentando in base alla considerazione che l'aumento di capitale a seguito dell'esercizio della conversione è coperto unicamente dal credito da rimborso dell'obbligazionista, rimanendo "un antecedente storico irrilevante" la somma di denaro effettivamente versata all'atto della sottoscrizione dell'obbligazione.

([181]) Cfr., prima della riforma del 2003, M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 13 nt. 3; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 108; G. DOMENICHINI, *Condizioni di rilascio di obbligazioni convertibili. Il "disaggio" di emissione*, in *Società*, 1991, 317 *ss*., in part. 319, ove si chiariva come dalla disciplina positiva fosse ricavabile un divieto di fissazione del rapporto di cambio in misura superiore alla pari, oltre che un divieto di emissione con disaggio, in ipotesi di rapporto di cambio fissato alla pari, nonché un divieto di emissione con disaggio tale per cui, in ragione del rapporto di cambio concretamente adottato, le azioni di compendio avessero un valore nominale superiore a quello di emissione delle obbligazioni; dopo la riforma v. A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 278 *ss*.; S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Zanichelli, Bologna, 2010, 244 *ss*..

scrizione delle azioni in base ad un rapporto di cambio prefissato([182]); *b)* nel suo valore *amministrativo*, come diritto ad ottenere una data percentuale della categoria di azioni oggetto di conversione, tale da poter esercitare i diritti amministrativi ad esse connessi. L'ambivalenza ed, al limite, il possibile conflitto tra tali due ordini di interessi induce quindi ad affermare la sostanziale non univocità funzionale dello strumento finanziario-obbligazione convertibile che, anzi, sotto questo profilo tende ad individualizzarsi in funzione degli interessi del singolo portatore([183]). Ambivalenza che deve necessariamente essere presa in considerazione all'atto di individuare gli strumenti di tutela più adeguati, giacché se così non si facesse si rischierebbe di trattare in maniera omogenea situazioni tra loro estremamente differenti.

In una direzione parzialmente diversa rispetto a quella appena prospettata si è svolta una coerente e lucida proposta ricostruttiva del sistema che, valorizzando il rilievo preliminare dell'aumento di capitale a servizio del prestito, ha sostenuto che il prestito obbligazionario altro non sarebbe che una peculiare tecnica di aumento di capitale([184]), così potendosi affermare la sussistenza di un obbligo di parità di trattamento non tanto tra azionisti e obbligazionisti convertibili quanto tra azioni *in circolazione* ed azioni di compendio (di futura emissione). Per quanto sino a questo momento affermato non si ritiene che la appena esposta teorizzazione, per quanto tesa ad individuare un coerente sistema di tutele, possa essere accettata nella sua unilateralità. Essa, infatti, enfatizza forse eccessivamente, tra tutti quelli che possono essere perseguiti dalle parti, il moti-

---

([182]) Cfr. SZEGÖ-PARIS-ZAMBRUNO, *Mercati finanziari e attività bancaria internazionale*, Il Mulino, Bologna, 1988, 193 *ss*.; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, *cit*., 52-53 e bibliografia economica citata alle ntt. 119-120.

Si tratta dell'interesse preso in considerazione dalla letteratura nordamericana in tema di *anti-dilution clauses* (su cui v. *infra* il § 1.6.1), per una serie di casi pratici v. Broad V. Rockwell Intern. Corp., 642 F.2d 929 (1981), in part. 943; Pittsburgh Terminal Corp. v. Baltimore & O.R. Co., 680 F.2d 933 (1982), in part. 948 *ss*..

([183]) Cfr. per tali considerazioni G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 22, che rileva come ciò si rifletta "sul piano strutturale in una estrema variabilità e ricchezza dei termini e delle modalità del meccanismo della conversione riscontrabile nei concreti regolamenti di prestito predisposti nella prassi internazionale". V. inoltre S. VACCÀ, *Evoluzione*, cit., 1968 ss., che esprime tale polivalenza funzionale definendo l'obbligazione convertibile un titolo "di transizione".

([184]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., *passim*, ma soprattutto 31 *ss*. e, per una sintesi, 35 *ss*.. Nello stesso senso v. R. CLARIZIA, *Le obbligazioni,* cit., 646.

vo sotteso all'operazione di aumento di capitale, senza considerare che il prestito convertibile può prestarsi a soddisfare interessi di natura ben diversa, tra i quali l'aumento del proprio capitale è solo una tra le tante *finalità economiche* perseguibili dall'emittente([185]).

Una sintesi può pertanto essere individuata affermando la sussistenza di un generico interesse da parte degli obbligazionisti alla *stabilità* delle condizioni originariamente fissate all'atto della delibera di emissione([186]), cui si contrappone quello della società emittente a non veder eccessivamente limitati il proprio potere di autogoverno e le proprie esigenze di sviluppo.

Inoltre, in base alle considerazioni che precedono la qualificazione del diritto di conversione come appartenente alla *species* del diritto potestativo, seppur aderente ad un'astratta considerazione dello schema della fattispecie in cui è possibile inquadrare il fenomeno della convertibilità, potrebbe di per sé non essere appagante per comprendere la *ratio* propria dell'apparato di tutele che il legislatore ha apprestato a difesa del medesimo. Se di mero diritto potestativo si trattasse, la sua possibilità di attuazione dovrebbe essere del tutto insensibile a qualsiasi comportamento da parte del soggetto passivo-società emittente, che si troverebbe in una posizione di assoluta irrilevanza dinnanzi al potere di conformazione([187]) esercitabile da parte del soggetto attivo-obbligazionista. Ed infatti, nell'ambito dei rapporti contrattuali tra privati, un'eventuale attività posta in essere dal soggetto passivo per impedire l'effetto conformativo conseguente all'esercizio del diritto non avrebbe alcuna rilevanza, giacché l'effetto giuridico della modificazione giuridica si determinerebbe comunque([188]). Ciò non accade nel caso in esame, nell'ambito del quale la sottoscrizione di obbligazioni convertibili comporta, oltre all'instaurarsi di un vincolo di natura obbligatoria,

([185]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 234 nt. 242. Analogamente v. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 447 nt. 12 e G. NICCOLINI, *Interessi pubblici e interessi privati*, cit.. V. *supra* quanto già osservato al § 1.2.

([186]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 26, che individua l'interesse dell'obbligazionista primariamente nella "certezza di ottenere la conversione del proprio titolo, nonché la tutela del suo diritto riguardo sia ad eventuali mutamenti delle modalità di esercizio, sia a comportamenti che ne possano vanificare il valore economico".

([187]) Cfr. per tale espressione A. LENER, *Potere (diritto privato)*, in *Enc. Dir.*, XXXIV, Giuffrè, Milano, 1985, 610 *ss*. in part. 628.

([188]) Si pensi al diritto dell'opzionario di accettare *ex* art. 1331 c.c. una proposta contrattuale che vincoli il concedente; o al diritto di recesso dal contratto *ex* art. 1373 c.c..

l'ingresso dell'obbligazionista nell'ambito di un gruppo organizzato come la società([189]), naturalmente portata ad evolversi nel tempo.

In tale contesto, la modificazione della realtà dell'emittente conseguente all'esercizio del diritto di conversione non può che riferirsi ad un ben preciso assetto che, se vede fissata la propria conformazione giuridica al momento della delibera di emissione del prestito, rivela la propria convenienza economica al momento della sottoscrizione da parte dell'obbligazionista. Il sottoscrittore ha quindi tutto l'interesse a che, per quanto possibile, il quadro considerato al momento della sottoscrizione non sia peggiorato per effetto di decisioni dell'emittente che alterino il valore *economico*([190]) o il valore *amministrativo*([191]) del diritto di conversione.

D'altro canto, il (fisiologico) volontario evolversi dell'emittente può in molteplici casi alterare – sia in positivo sia in negativo - i presupposti, sia giuridici sia economici, in base ai quali l'obbligazionista si è deciso ad effettuare l'operazione. Di fronte a questa tipologia di eventi potenzialmente dannosi la posizione degli obbligazionisti convertibili non è però di mera alterità.

Il sistema prescelto dal legislatore del 1974 prende atto di tale contrasto di esigenze e, a differenza di alcune esperienze straniere più risalenti([192]) e

---

([189]) Cfr. G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., 708.

([190]) Il problema delle sopravvenienze è affrontato dalla trattatistica in materia secondo un'impostazione che si condivide in pieno, ossia in termini di protezione del valore del diritto di conversione, v. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 456 *ss.*; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 195 *ss.*; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 125 *ss.*; V. COLUSSI, *Problemi*, cit., 74 *ss.*; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 151 *ss.*; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 172 *ss.*.

([191]) V., in senso parzialmente diverso, G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 176 *ss.* che parla di mutamenti quantitativi e qualitativi dell'azione di compendio, riferendosi con i primi ai cambiamenti del valore "intrinseco" e con i secondi a quelli che incidono sulla "fisionomia" del titolo.

([192]) V. la l. 25 febbraio 1953, n. 53/148 francese, che proibiva alla società emittente di rimborsare il capitale, di distribuire riserve, di aumentare gratuitamente il capitale, di emettere nuove obbligazioni convertibili, consentendo solo un aumento a pagamento a condizione che fosse accompagnato da un aumento complementare riservato agli obbligazionisti, generalmente commentata con molto sfavore dalla dottrina v. M. BANCHILON, *La convertibilité des obligations en actions*, in *Rev. soc.*, 1960, 123 *ss.*, 390 *ss.* e *ivi*, 15 *ss.* e 158 *ss.*; P. CORDONNIER, *L'emission d'obligations convertibles en actions*, in *Journ. soc.*, 1954, 129 *ss.* e 193 *ss.*; A. DALSACE, *Commentaire de la Loi 53.148 du 25.2.1953*, in *Dalloz*, 1953, L., 423 *ss.*; A. FRANCON, *Les types récents d'obligations dans les sociétés*, in *Rev. trim. dr. comm.*, 1954, 513 *ss.*, in part. 535 *ss.*. La situazione di stallo generata si ri-

dell'ipotesi che si andrà ad analizzare dell'art. 2412 c.c. in tema di obbligazioni ordinarie([193]), non proibisce di per sé il compimento di operazioni potenzialmente dannose per il diritto di conversione, approntando una serie di strumenti tipici di tutela allo scopo di renderle quanto più *neutre* possibili, sia giuridicamente sia economicamente, senza limitare eccessivamente la libertà dell'emittente di modificare la propria struttura finanziaria([194]). Si tratta di una scelta ben precisa nel senso della tipicità degli strumenti di tutela, giacché niente avrebbe impedito, come in passato è accaduto anche in altri ordinamenti, di lasciare che il conflitto venisse governato unicamente tramite strumenti contrattuali([195]) o maggioritari, con il non trascurabile inconveniente però di non regolare in alcun modo tutte quelle delibere che, pur non incidendo direttamente sul diritto di conversione, hanno su di esso un effetto negativo([196]).

---

solse in occasione della riforma generale del diritto francese delle società commerciali attuata con la l. 66-537 del 24 luglio 1966, su cui v. *infra* il § 1.6.2. Anche la dottrina italiana, in mancanza di una presa di posizione del legislatore, si era in parte orientata in tal senso, v. G. FRÉ, *Società per azioni*, cit., ma 5ª ed., 568, il quale con riferimento all'ipotesi di aumento del capitale – e alla correlativa diminuzione del valore intrinseco delle azioni opzionabili – parlava di possibile "annacquamento del diritto" e conseguentemente, *de jure condendo*, negava la possibilità dell'operazione sino a quando non fosse scaduto il termine di conversione; analogamente, seppur con diverse argomentazioni, v. G. DE MARCHI, *Su taluni problemi*, cit., 226; B. VISENTINI, *Le obbligazioni*, cit., 84 *ss*.. V. però l'opinione di A. DE MARTINI, *Profilo giuridico*, cit., 76, che negava la rilevanza di operazioni che indirettamente ledessero il diritto di conversione.

([193]) V. *infra* il § 1.5.1.1.

([194]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit.; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 177 *ss*.

([195]) Cfr. per tali considerazioni G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 152-153. Una tutela a livello unicamente contrattuale era quella prevista dalla più lontana giurisprudenza statunitense, cfr. A. A. BERLE JR., *Convertible bonds and stock purchase warrants*, in *Yale Law Journ*., 1926-1927, 649 *ss*., in part. 663 *ss*.; R. M. BUXBAUM, *Preferred stock. Law and draftmanship*, in *Cal. Law Rev*., 1954, 243 *ss*., in part. 281; GARNER-FORSYTHE, *Stock purchase warrants and «rights»*, in *So. Cal. Law Rev*., 1930-1931, 269 *ss*. e 375 *ss*., in part. 387; G. S. HILLS, *Convertible securities. Legal aspects and draftsmanship*, in *Cal. Law Rev*., 1930, 1 *ss*., in part. 5 *ss*. Per la giurisprudenza v. Denney v. Cleveland & P.R.R. Co. (1875), 28 Ohio St. 108; John Hancock Mutual Life Insur. Co. V. Worcester N. & R.R. Co. (S.C. Mass. 1889), 21 N.E. 364; Day v. Worcester N. & R.R. Co. (S.C. Mass., 1890), 23 N.E. 824; P.W. Brooks & Co. Inc. v. North Carolina Public Service Co. (D.C., M.D. North Carolina, 1929), 32 F.2d 800.

([196]) In termini analoghi v. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 457. Si pensi alla fusione, all'aumento di capitale o al mutamento di oggetto sociale. V. sul punto G. DOMENICHINI, *Le ob-*

Alla luce di quanto appena osservato in merito alla specificità della tutela prevista per il caso di una sua violazione, la qualifica in termini di diritto potestativo della facoltà di conversione attribuita all'obbligazionista, unanime in dottrina e giurisprudenza, assume forse una valenza *più descrittiva che prescrittiva*([197]), nel senso che è utilizzata per descrivere una situazione di *soggezione* dell'emittente nei confronti della facoltà per l'obbligazionista convertibile di novare il rapporto di finanziamento([198]). Soggezione la cui violazione, però, determina l'attivarsi di un sistema di tutele del tutto peculiari e non assimilabili a quelle previste per l'inadempimento da parte del soggetto passivo di un diritto potestativo di *ius commune*.

L'esposizione che segue analizzerà quindi partitamente i singoli metodi di tutela degli obbligazionisti convertibili approntati dal sistema del codice in occasione di alcune specifiche operazioni straordinarie. Si tenerà poi di individuare, anche alla luce di quanto già osservato, i principi da essa desumibili, anche nell'ambito del più ampio quadro concettuale la cui ricostruzione costituisce lo scopo della presente ricerca. L'operazione si rende necessaria in quanto, come si vedrà, la legge regola espressamente solo alcune delle operazioni potenzialmente pregiudizievoli, mentre l'esigenza di tutela più volte accennata si può invece manifestare con riferimento ad *ogni* fatto attinente alla sfera sociale([199]).

1.5. *Operazioni straordinarie in pendenza del periodo di conversione: la "sensibilità" degli obbligazionisti convertibili alle vicende della vita sociale*.

La presenza di un diritto di opzione di acquisto delle azioni della società emittente da esercitarsi in un futuro, più o meno prossimo, qualifica la posizione degli obbligazionisti convertibili da un lato in termini di *interesse*, dall'altro

---

bligazioni convertibili, cit., 155 nt. 9 con ampi richiami alla giurisprudenza e alla dottrina statunitensi, tedesche ed italiane *ante* 1974.

([197]) V. infatti quanto affermato da R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 247, là dove, pur qualificando il diritto come potestativo, ne riconosce il carattere dinamico e complesso.

([198]) Tanto è che l'emissione delle azioni conseguente alla dichiarazione di conversione e i conseguenti adempimenti che l'art. 2420-*bis*[3] c.c. impone in capo agli amministratori sono qualificati come atti dovuti di esecuzione del contratto, cfr. per tutti R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 312, che si riferisce alla possibilità di eseguire in forma specifica l'obbligo di consegna dei titoli sottoscritti *ex* art. 2930 c.c.; analogamente v. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 122 e E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 200 ss..

([199]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 249.

lato in termini di "*sensibilità*" alle vicende della vita sociale([200]). Il valore dell'investimento effettuato in obbligazioni convertibili dipende infatti sia dalla possibilità, in un futuro più o meno prossimo, di poter esercitare i diritti connessi alla posizione di azionista([201]), sia dall'opportunità di poter semplicemente lucrare sulla differenza tra il prezzo di acquisto dell'obbligazione e il valore dei corsi azionari al momento della conversione. All'esigenza di tutela di tale duplice interesse provvedono i meccanismi che si andrà ad esaminare partitamente.

1.5.1. *La convertibilità anticipata e gli artt. 2420-*bis[4] *e 2503-*bis[2] *c.c.*.

L'art. 2420-*bis*[4] c.c. fa conseguire alla riduzione volontaria del capitale e alle deliberazioni che modificano le disposizioni dell'atto costitutivo concernenti la ripartizione degli utili la possibilità per gli obbligazionisti di esercitare il proprio diritto di conversione anticipatamente rispetto alla scadenza([202]). Della facoltà di esercitare il diritto di conversione anticipata deve essere dato apposito avviso, da pubblicarsi nel registro delle imprese almeno novanta giorni prima della convocazione della relativa assemblea, e l'esercizio del diritto deve avvenire nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione dell'avviso medesimo([203]). Identica disciplina è dettata per la fusione dall'art. 2503-*bis*[2] c.c., che fa decorrere il termine a ritroso di novanta giorni dall'iscrizione del progetto di fusione.

Si ritiene di affrontare in primo luogo alcuni aspetti problematici comuni a tutte le operazioni sopra indicate, per poi analizzarle singolarmente. Solo così procedendo, infatti, si ritiene possibile fornire una ricostruzione completa ed intellegibile degli interessi in gioco e della *ratio* della disposizione di cui alla norma in esame, dalla quale ricavare accettabili soluzioni interpretative ai punti di

([200]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 151.

([201]) Per analoghe considerazioni cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 249.

([202]) Cfr. sul punto P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 209 *ss.*; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 268 ss.; C. COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. soc.*, 1980, 74 *ss.*; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 194 *ss.*; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 117 *ss.*; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata delle obbligazioni*, in *Società*, 2004, 424 *ss.*.

([203]) Dubbia è la sorte della delibera emessa in violazione del divieto, per C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 118, essa sarebbe nulla per illiceità dell'oggetto; in senso contrario v. NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 276.

contrasto sorti nel tempo. Il profilo, pur comune, concernente la sopravvivenza o meno del diritto di conversione nell'ipotesi di operazioni legittimanti la conversione anticipata verrà invece trattato in seguito, poiché una sua corretta soluzione dipende dalla individuazione dello scopo proprio di tale strumento di tutela.

La prima problematica comune, che assume particolare rilevanza nell'ipotesi di fusione, è relativa al contenuto dell'avviso con il quale gli amministratori dell'emittente([204]) danno notizia della possibilità di esercitare la facoltà di conversione anticipata. La legge infatti non dice nulla sul contenuto di tale avviso, sicché l'opinione prevalente in dottrina ritiene che esso possa avere un contenuto generico, limitandosi a dare notizia dell'operazione che fa scattare la facoltà di conversione, senza fornire, ad esempio, alcuna indicazione circa il rapporto di cambio e gli altri termini essenziali della fusione([205]). Da parte di alcuni si è così insistito sul fatto che la legge obbliga alla pubblicazione dell'avviso, ad esempio nel caso di fusione, tre mesi prima che venga depositato il relativo progetto e quindi quando i contorni dell'operazione potrebbero non ancora esse compiutamente definiti([206]), e anzi quando il rapporto di cambio non può essere determinato con esattezza in quanto esso è influenzato dalla quantità di obbligazioni per le quali verrà esercitato il diritto di conversione([207]). Da parte di altri, infine, si è fatto leva sulla lettera dell'art. 2503-*bis*[2] c.c., che riferisce il contenuto dell'avviso all'apertura del termine di conversione anticipata e non al contenuto della proposta di delibera([208]), oltre che sul fatto che la legge

([204]) La competenza degli amministratori è pacifica, non necessitando una delibera dell'assemblea, cfr. C. SANTAGATA, *Le fusioni*, *cit*., 129 nt. 34, che, poiché l'approvazione del progetto di fusione fa parte delle competenze consiliari non derogabili *ex* art. 2381 c.c., ritiene l'atto sempre di competenza dell'organo amministrativo in composizione collegiale, non essendo sufficiente l'iniziativa di un singolo componente; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 197 nt. 139; NOBILI – VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 243.

([205]) Cfr. già G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 198 nt. 139; FERRARA JR. – CORSI, *Gli imprenditori e le società*[12], Giuffrè, Milano, 2001, 834; A. PATRONI GRIFFI, *Il procedimento di fusione di società*, in *Foro it*., 1994, V, 34; L. PISANI, *Scissione in pendenza del prestito obbligazionario*, in *Riv. soc*., 1997, 387; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 129; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società (commento al d.lgs. 1991, n. 22)*, Giappichelli, Torino, 1994, 123.

([206]) Cfr. L. PISANI, *Scissione*, cit., 386; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit. 306 nt. 221.

([207]) Cfr. P. MARCHETTI, *Appunti*, cit., 25; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit. 306 nt. 221.

([208]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 198 nt. 139.

non impone che la convocazione dell'assemblea debba farsi contestualmente alla pubblicazione dell'avviso([209]). Si ritiene nondimeno preferibile la diversa impostazione che, valorizzando il valore informativo del documento nell'ambito del procedimento di fusione e ritenendo che le informazioni in esso contenute debbano essere congrue rispetto all'obiettivo di assicurare un consapevole esercizio del diritto di conversione, ritiene che l'avviso debba quantomeno contenere tutte le informazioni che al momento della pubblicazione gli amministratori possono dare in quanto già note e definite([210]). Di qui il rovesciamento di prospettiva in base al quale il progetto di fusione deve essere posticipato sino a quando non saranno stati definiti in una scrittura privata (il c.d. *merger agreement*) gli elementi essenziali del progetto stesso([211]).

In ultimo, il termine di novanta giorni per la pubblicazione dell'avviso, particolarmente oneroso per la società, deve intendersi solo per i primi trenta a favore degli obbligazionisti convertibili, mentre il rimanente lasso di tempo di sessanta giorni è stabilito nell'interesse esclusivo della società a conoscere i risultati della conversione, ed è quindi rinunziabile a condizione che venga assicurato l'intervento in assemblea degli obbligazionisti che abbiano esercitato il diritto di conversione([212]).

([209]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 198 nt. 139. Il dato in realtà non è pacifico in dottrina, per la soluzione affermativa v. C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 119 nt. 103; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 245; per la soluzione negativa v. R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 176.

([210]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 782, che valorizza la possibile responsabilità degli amministratori nei confronti degli obbligazionisti che abbiano esercitato la conversione anticipata qualora poi l'operazione non venga attuata, traendone l'argomento per cui costoro, quando pubblicano l'avviso, sono perfettamente a conoscenza quantomeno delle linee guida che la regolano; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 119 nt. 102; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit. 176; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 243.

([211]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 784 nt. 28.

([212]) V. sul punto E. CIVERRA, *Le operazioni di fusione e di scissione*, Giuffrè, Milano, 2004, 122; FERRARA JR. – CORSI, *Gli imprenditori*, CIT., 834 nt. 1; P. MARCHETTI, *Le obbligazioni, in Aa.Vv., Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Ipsoa, Milano, 2003, 213 *ss*., in part. 226; ID., *Appunti*, cit., 23; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 132; F. SCARDULLA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu e F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, XXX, Giuffrè, Milano, 2000, 474 nt. 33; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 123. Analogamente v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 13*, in *Riv. not*., 1992, 251, nonché in AA.VV., *Le massime del Consiglio Notarile di Milano*, Giuffrè, Milano, 2004, 31.

La seconda problematica comune è quella dei rimedi a disposizione degli obbligazionisti che abbiano esercitato la conversione anticipata a condizioni sfavorevoli, in mancanza delle necessarie informazioni([213]) o addirittura perché a ciò indotti dall'emittente. A tali ipotesi deve accomunarsi poi quella di mancata adozione da parte dell'emittente dei provvedimenti annunciati o di revoca della delibera in funzione della quale era stato riconosciuto il diritto di conversione anticipata, oltre a quello della revoca da parte degli amministratori dell'emittente della convocazione dell'assemblea al cui ordine del giorno era prevista la deliberazione legittimante la conversione anticipata.

E' però necessario premettere come il cennato problema di tutela concerna unicamente coloro che abbiano esercitato il diritto di conversione anticipata, giacché, per quanto si vedrà più avanti([214]), è preferibile ritenere che esso si aggiunga e non si sostituisca a quello originario.

In tali occasioni la dottrina maggioritaria non ritiene possibile procedere alla riconversione in obbligazioni delle azioni([215]), quasi come se la mancata approvazione della delibera legittimante si atteggiasse a evento condizionante risolutivamente il contratto di sottoscrizione di azioni che invece, una volta esercitato il diritto di conversione, ha trovato definitiva esecuzione([216]).

In relazione alle ipotesi appena prospettate, qualora esse siano state preordinate fraudolentemente a danno degli obbligazionisti, sarebbe quindi

---

([213]) Si ritiene che l'avviso non possa contenere unicamente l'offerta di conversione, ma anche tutti i dati necessari all'obbligazionista per valutare la convenienza dell'esercizio del diritto, v. sul punto R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 271; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 119; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 243.

([214]) V. *infra* il § 1.5.2.

([215]) Cfr. BIONE-CALANDRA BUONAURA, *Titoli azionari e obbligazionari*, in *Noviss. Dig.*, App. VII, UTET, Torino, 1987, 775 *ss.*, in part. 783; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 467; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit. 229; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 178; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 196 ss., in part. 199; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili in azioni e vicende societarie in pendenza del prestito*, in *Giur. it.*, 1993, IV, 33 *ss.*, in part. 35; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 246. In senso favorevole rispetto alla revocabilità della conversione anticipata nei casi descritti v. l'opinione, rimasta isolata, di E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 234 ss..

([216]) Cfr. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 229.

ipotizzabile un'azione *ex* art. 2395 c.c. nei confronti degli amministratori([217]), o anche di annullamento per dolo del negozio di sottoscrizione([218]), salvo in ogni caso il diritto al risarcimento del danno([219]).

Ultima questione da affrontare riguarda la possibilità di modificare la disciplina legale, escludendo o modificando la facoltà di conversione anticipata riconosciuta agli obbligazionisti. Con riferimento alla fusione si è sostenuto da parte di taluni che la regola di cui all'art. 2503-*bis*[2] c.c. rappresenterebbe un mero elemento di integrazione legale del rapporto tra emittente e obbligazionisti convertibili, con conseguente sua natura dispositiva e derogabilità da parte del regolamento del prestito obbligazionario([220]). La conclusione è da condividersi, anche perché coerente con la conclusione, cui si perverrà in seguito ma che si può già anticipare([221]), in ordine alla funzione dello strumento della convertibilità anticipata nel senso di tutelare il valore economico del diritto di conversione *sul piano meramente fattuale*. Discorso diverso deve invece essere fatto per l'ipotesi di rinuncia a tale facoltà, che dovrà avvenire all'unanimità, non essendo sufficiente una delibera a maggioranza dell'assemblea speciale, poiché "a differenza della posizione creditoria, che nasce come di massa e collettiva, la tutela del periodo di convertibilità "anticipa" in capo all'obbligazionista la posi-

([217]) Cfr. P. CASELLA, *op. cit.*, 230 e BIONE-CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*, i quali suggeriscono anche la possibilità che sia intentata un'azione di danni da fatto illecito nei confronti degli altri soci.

([218]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 467 nt. 36, che però, diversamente dagli autori precedentemente citati, ritiene che l'annullamento per dolo della sottoscrizione delle azioni avrebbe come conseguenza la reviviscenza della posizione di obbligazionista; analogamente v. BIONE-CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; v. invece NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 246, che negano tale possibilità, ammettendo solo l'annullamento della sottoscrizione delle azioni.

([219]) Cfr., nel senso della non revocabilità, P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 230; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., *loc. ult. cit.*; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 200.

([220]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 787; P. MARCHETTI, *Appunti*, cit., 23; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 131; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 123.

([221]) V. *infra* il § 1.5.2.

zione di socio, con la conseguente attribuzione di diritti anticipati patrimoniali-amministrativi a carattere individuale"([222]).

1.5.1.1. *La riduzione volontaria del capitale*.

L'art. 2413[1] c.c., dettato per ogni tipo di obbligazione eccetto quelle di cui alle esenzioni dell'art. 2412[3,4,5]([223]), stabilisce che, "salvo i casi previsti dal terzo, quarto e quinto comma dell'articolo 2412, la società che ha emesso obbligazioni non può ridurre volontariamente il capitale sociale o distribuire riserve se rispetto all'ammontare delle obbligazioni ancora in circolazione il limite di cui al primo comma dell'articolo medesimo non risulta più rispettato"([224]). La norma

([222]) Cfr. P. MARCHETTI, *Appunti*, cit., 23. Analogamente v. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 787; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 219 nt. 202; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 131; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 123.

([223]) Il mancato richiamo da parte dell'art. 2420-*bis* c.c. alla disciplina dettata in via generale per ogni tipo obbligazionario non può infatti comportare l'inapplicabilità della medesima, cfr. sul punto A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, CIT., 1325; V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili*, 719; G. F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni convertibili*, cit., 299; ID., *Le obbligazioni*, cit., 436, 447 *ss*., 468 e 499; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 171; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 216 – 217, ove ampi riferimenti bibliografici e giurisprudenziali alla nt. 2, e 275; ID., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 180 nt. 108; V. COLUSSI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 602; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 98; DE LUCA, STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società* (*ad vocem*), in *Enc. dir*., Agg. VI, Giuffrè, Milano, 2002, 788 *ss*., in part. 827; V. DONATIVI, *Le obbligazioni*, cit., 330; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 124; A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 267; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 247; M. SARALE, *Le società per azioni*, cit., 274 e 285 ss.. Unica opinione contraria quella di B. S. DE DONNO, *L'emissione di obbligazioni convertibili ed il limite di cui all'art. 2410 cod. civ*., in *Riv. dir. comm*., 1988, I, 391 *ss*., in part. 402, che argomenta sulla base di una pretesa diversità di *ratio* tra le disposizioni dell'art. 2410 c.c., vecchio testo, e dell'art. 2410-*bis* c.c.; v. anche CIAMPI, *Limiti all'emissione di obbligazioni convertibili*, in *Società*, 1984, 654 *ss*., il quale rilevava che i due sistemi di cui all'art. 2410 (vecchio testo) c.c. e 2438 c.c. sarebbero stati tra loro equivalenti e che il legislatore avrebbe prescelto il secondo, in ragione di una pretesa affinità della posizione del portatore di obbligazioni convertibili a quella degli azionisti.

([224]) Sull'applicabilità del limite di cui all'art. 2412 c.c., nuovo testo, salvo quanto si andrà subito ad osservare in merito alle recenti modifiche intervenute nel 2012, v. A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 269. V. recentemente la compiuta trattazione in N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Giuffrè, Milano, 2012, 47 *ss*.. In giurisprudenza, sull'applicabilità dell'art. 2410 c.c., vecchio testo, v. Trib. Ancona, 18 gennaio 2002, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2004, II, 91 *ss*., che riteneva la relativa delibera nulla; nonché già App. Firenze, 27 aprile 1982 (decr.), in *Giur. comm*., 1983, II, 100 *ss*. e la decisione in quella sede reclamata Trib. Prato, 9 marzo 1982, *ivi*, entrambe con nota di MONTANO, *Il limite del capitale nell'emissione di obbligazioni convertibili*; Trib. Cosenza,

ha quindi la funzione di mantenere inalterato l'originario rapporto fra somma del capitale e riserve (legale e disponibili)([225]) durante tutta la durata del prestito obbligazionario. Tale limite si è applicato alle obbligazioni convertibili sino alla modifica dell'art. 2412[5] c.c. da parte dell'art. 32[26] del d.l. 22 giugno 2012, n. 83([226]), tanto che era opinione pacifica che una sua violazione avrebbe legittimato gli obbligazionisti che non avessero convertito anticipatamente a proporre un'azione di impugnativa per far valere la nullità della delibera per illiceità dell'oggetto([227]). Questione, questa, che, come si vedrà, continua ad avere una certa importanza nel caso di fusione([228]). Il problema è comunque ormai supera-

---

22 dicembre 1982 (decr.), in *Società*, 1983, 1036 *ss*.; App. Napoli, 2 febbraio 1996, in *Riv. not*., 1996, 529 *ss*.; Trib. Milano, 5 maggio 1997, in *Società*, 1998, 51 *ss*. e App. Milano, 27 giugno 1997, *ivi*, 52 *ss*., entrambe con nota di BERNABAI, *Limiti e garanzie del prestito obbligazionario*, *ivi*, 53 *ss*.; in senso contrario, per la non applicabilità dell'art. 2410 c.c., v. App. Napoli, 6 aprile 1983 (decr.), in *Società*. 1983, 1395, con nota critica di S. LANDOLFI; v. anche. Trib. Prato, 9 marzo 1982, cit., integralmente riformata da App. Firenze, decr., 27 aprile 1982, cit., anche se, come correttamente fatto presente da V. DONATIVI, *Le obbligazioni*, cit., 330 nt. 18 in fine, la decisione affronta la diversa questione se sia possibile computare, ai fini del rispetto del limite generale, anche un aumento di capitale deliberato contestualmente all'emissione e di cui i sindaci attestino l'avvenuta immediata integrale sottoscrizione e l'immediato contestuale versamento, pur senza l'approvazione di uno specifico bilancio che dia conto del nuovo ammontare.

Controversia è la *ratio* della disposizione di cui all'art. 2412 c.c., per alcuni si tratterebbe di un mezzo di conservazione della garanzia patrimoniale degli obbligazionisti, cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 170 *ss*.; per altri ad essere tutelato sarebbe l'equilibrio tra mezzi propri e indebitamento dell'emittente, cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 435; V. COLUSSI, *Obbligazioni di società* (ad vocem), in *Enc. Giur*., XXI, Roma, 1990, 3. Sulla funzione anti-speculativa della norma v. T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 1951, I, 28 *ss*.; P. FERRO LUZZI, *Vecchi e nuovi orientamenti in tema di limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Riv. dir. comm*., 1963, I, 218 *ss*., in part. 219.

([225]) Anteriormente alla riforma del 2003 si discuteva se il limite della riduzione posto dal vecchio art. 2412 c.c., costituito dall'ammontare delle obbligazioni rimborsate, fosse di stretta interpretazione o se invece esso dovesse essere letto in combinato disposto con quello posto dall'art. 2410 c.c., sicché la riduzione avrebbe potuto essere effettuata anche oltre l'ammontare delle obbligazioni rimborsate – o convertite – a condizione che l'ammontare del prestito obbligazionario non superasse quello del capitale sociale, v. sul punto G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 200 nt. 149.

([226]) V. sul punto CNN, Studio n. 143/14, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.)*.

([227]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 437 nt. 9; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 200. *Contra* v. F. FENGHI, *Note critiche sull'art. 2412*, in *Riv. soc*., 1967, 962 *ss*..

([228]) V. *infra* il § 1.5.1.3.

to dall'esclusione prevista dal nuovo art. 2412[5] c.c. anche per le "obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero sottoscrivere azioni", che si ritiene ricomprenda le obbligazioni convertibili in azioni sia dell'emittente sia di altra società([229]).

Gli obbligazionisti, come qualsiasi altro creditore, sono poi legittimati a proporre opposizione alla riduzione del capitale ex art. 2445[3] c.c.([230]).

Passando ad analizzare gli effetti che la delibera in questione ha sul diritto di conversione è agevole constatare che, poiché l'operazione non può comportare alcuna alterazione del rapporto di cambio, essa non danneggia ma agevola la posizione degli obbligazionisti convertibili, che si trovano a poter sottoscrivere una quota di capitale proporzionalmente maggiore rispetto a quella presa in considerazione al momento dell'emissione del prestito.

Ciò accade senza dubbio quando la riduzione sia attuata mediante il metodo di rara applicazione del rimborso integrale di alcune azioni individuate per sorteggio, o mediante quello più diffuso di riscatto e annullamento di talune azioni, senza che il valore nominale delle altre azioni sia modificato([231]).

A medesima conclusione si deve poi pervenire nel caso in cui l'operazione sia attuata mediante rimborso parziale - o liberazione dall'obbligo di versamenti dovuti - di tutte le azioni, con contestuale diminuzione del loro valore nominale. L'espressione del rapporto di cambio in termini di valore consentirà infatti agli obbligazionisti al momento della conversione di ricevere un numero di azioni più elevato sino ad eguagliare il valore nominale originario preso in considerazione([232]).

([229]) Cfr. analogamente, CNN, Studio n. 143/14, cit., 7.

([230]) Cfr G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 437 e 468; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 219; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 201.

([231]) Cfr. C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 98 *ss.*; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 202.

([232]) Cfr. C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., *loc. ult. cit.*; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., *loc. ult. cit.*. V. però P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 216-218, che, sulla base di una presunta difficoltà insita nell'aumentare il numero di azioni da dare in conversione, suggerisce che la società emittente consegni il numero di azioni originario, che però avranno un valore nominale complessivo, rimborsando in denaro la differenza. Nello stesso senso v. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 465 nt. 27. Tali opinioni scontano però il fatto di partire da un concezione, che si è detto di non condividere, del rapporto di cambio non come rapporto tra va-

1.5.1.2. *La modificazione delle disposizioni dell'atto costitutivo concernenti la ripartizione degli utili*.

Anche la modifica delle disposizioni statutarie sulla ripartizione degli utili non è detto incida sempre negativamente sulle azioni di compendio e, quindi, sul valore del diritto di conversione. Classico è l'esempio di formazione di riserve statutarie([233]).

Particolare incertezza in dottrina ha pertanto suscitato l'esatta individuazione, del campo di applicazione della norma. E' però forse possibile rinvenire un criterio uniformante considerando che le uniche delibere di tal fatta che possono influire sul valore di conversione sono quelle che affievoliscono precedenti vincoli alla destinazione degli utili di esercizio, come per il caso di soppressione di riserve statutarie([234]), oppure ne destinino una porzione ad esclusivo beneficio di determinati soggetti, come per il caso di attribuzione agli amministratori([235]) o ai dipendenti.

Dubbio invece è il caso della libera distribuibilità delle riserve facoltative, ancorché accantonate prima dell'emissione del prestito. Secondo la dottrina dominante essa, presupponendo una modifica di una disposizione statutaria (quella che prevede la riserva facoltativa), ricadrebbe nell'ambito di applicazione dell'art. 2420-*bis*[4] c.c.([236]). La conclusione, però, è forse eccessivamente generalizzante, dato che è ben possibile che casi di utilizzo di riserve statutarie non presuppongano una modifica dello statuto. Si pensi ad esempio al caso di riser-

---

lori ma come numero di azioni che è possibile ottenere in conversione, v. la critica di G. DOMENICHINI, *op. cit*., 203 nt. 157.

([233]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 204; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 241.

([234]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 469; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 432.

([235]) Cfr. C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 105 *ss.*, che però giustamente distingue l'ipotesi indicata da quella che determini un compenso c.d. "quotativo" *ex* art. 2364, n. 3, c.c.; quest'ultimo caso, infatti, non costituendo modifica delle disposizione dell'atto costitutivo, non sarebbe ricompreso nel campo di applicazione della norma. V. inoltre DE LUCA, STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 827; per una casistica v. NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 240 *ss*.; M. SARALE, *Le obbligazioni di società*, in *Giur. comm*., 1982, I, 224 *ss*..

([236]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 469; E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 946; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 249; M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 275. In senso contrario rispetto all'applicabilità dell'art. 2420-*bis*[5] c.c., C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 107 nt. 73; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 127; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 241.

va costituita senza che ne venga predeterminato lo scopo, che appare liberamente disponibile o anche quando la riserva sia stata costituita allo scopo di assicurare un "conguaglio dei dividendi", sicché la sua distribuzione sarebbe in tutto e per tutto conforme alla previsione statutaria([237]).

Le conclusioni appena esposte lasciano però ovviamente impregiudicata la diversa e più ampia questione della tutela degli obbligazionisti convertibili di fronte alla distribuzione delle riserve preesistenti all'emissione del prestito, di cui si dirà *infra*([238]).

Incertezze ancora maggiori suscita poi la questione circa il trattamento della delibera di aumento di capitale mediante l'emissione di azioni privilegiate o di risparmio([239]). La questione assume rilevanza in quanto l'operazione in sé potrebbe comportare l'applicazione sia della conversione anticipata *ex* art. 2420-*bis*[4] c.c., sia del diritto di opzione previsto dall'art. 2441[1] c.c. per il caso di aumento di capitale a pagamento. Le opinioni sono divise, spaziando da chi reputa applicabile o la sola conversione anticipata([240]) o il solo diritto di opzione([241]), a chi reputa applicabili le due norme alternativamente, nel senso che il diritto di

([237]) Traggo gli esempi da G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 207-208.

([238]) V. *infra* il § 1.5.5.2.

([239]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 468; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 221; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 180; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 204 *ss*.; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., 443 nt. 11; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 126; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 38; V. SALAFIA, *Obbligazioni convertibili ed emissione di azioni di risparmio*, in *Società*, 1986, 712; E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 239.

([240]) Cfr. E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 239; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 180.

([241]) Cfr. BIONE-CALANDRA BUONAURA, *Titoli azionari*, cit., 782; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 469; mutando l'orientamento precedentemente assunto, R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 277; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., *loc. cit*.; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 126; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 240, che però ritengono, forse poco meditatamente, che l'aumento gratuito di capitale con emissione di nuove azioni aventi il medesimo privilegio di quelle esistenti non comporterebbe modifica delle disposizioni sulla ripartizione degli utili, cosa in realtà non è del tutto condivisibile dato che è ovvio che l'aumentare del numero di azioni aventi il medesimo privilegio comporti che l'utile debba essere distribuito tra più soggetti. V. inoltre la Circolare Assonime n. 179 del 22 ottobre 1974, in *Riv. soc*., 1974, 892.

opzione spetterebbe agli obbligazionisti che non si avvalgano del diritto di conversione([242]).

Una possibile soluzione al problema dovrebbe muoversi, oltre che da considerazioni di ordine letterale, per cui il rimedio espressamente previsto per l'aumento di capitale a pagamento è quello del diritto di opzione, anche da ragioni di ordine più concreto. Ed infatti, il pregiudizio che gli obbligazionisti potrebbero subire per effetto dell'emissione di azioni privilegiate tali da risultare preferite nella distribuzione degli utili rispetto a quelle oggetto del diritto di conversione è unicamente *di ordine economico*, in quanto le azioni di compendio originarie perderebbero di valore per effetto della destinazione di una parte di utili ad altra categoria di azioni. Ciò posto, e considerando che, come già si è avuto modo di accennare e come meglio verrà esposto in avanti, la convertibilità anticipata non ha assolutamente lo scopo di tutelare tale valore economico, non si vede come essa possa costituire l'unica forma di tutela riconosciuta nel caso in esame.

Non appare quindi revocabile in dubbio che il diritto di opzione non possa essere escluso al di fuori delle ipotesi di cui all'art. 2441 c.c., né possa essere sostituito dalla convertibilità anticipata, potendosi porre tuttalpiù l'interrogativo se i due rimedi possano affiancarsi, cui si ritiene possa e debba darsi risposta affermativa, quantomeno sulla scorta di un'estensione analogica dell'art. 2420-bis[5] c.c.([243]), in modo da consentire anche agli obbligazionisti di partecipare alle decisioni dell'assemblea, ammettendo però la scarsa utilità pratica del rimedio in considerazione degli interessi concretamente perseguiti dai sottoscrittori del prestito obbligazionario([244]).

([242]) Cfr. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 221 *ss.*; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 106, per la fondamentale constatazione circa il diverso piano di operatività del diritto di opzione e della convertibilità anticipata; L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 801 nt. 6; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 38.

([243]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 205; V. SALAFIA, *Obbligazioni convertibili*, cit., 712.

([244]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., *loc.* cit., che da tale considerazione trae il serio dubbio che nel caso in esame "la previsione dell'art. 2420-*bis*[4] c.c. debba cedere di fronte alla regola dell'art. 2441 c.c.".

1.5.1.3. *La fusione*.

L'art. 2503-*bis* c.c.([245]) ha modificato l'impianto originario della disciplina introdotta nel 1974, che originariamente all'art. 2420-*bis*[5] c.c. prevedeva unicamente la convertibilità anticipata in caso di fusione([246]). La nuova norma - fermo restando il diritto di opposizione, in quanto creditori sociali, riconosciuto agli obbligazionisti (*tout court*) delle società partecipanti alla fusione, salvo che la fusione sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti([247]) - prevede invece

([245]) Introdotto dal d. lgs. 22/1991 in attuazione della terza e sesta direttiva CEE (dir. 78/855/CEE e dir. 82/891/CEE) v. sul punto L. BUTTARO, *Considerazioni sulla riforma della disciplina delle fusioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 570 *ss.*; G. OPPO, *Fusione e scissione della società secondo il d.lgs. 1991, n. 22: profili generali*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, 501 *ss.*; SERRA-SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., *passim*.

Con più specifico riferimento alla norma in questione v. BIANCHI – BRODASCA, sub *art. 2503*-bis, in ALPA – MARICONDA (a cura di), *Codice civile commentato*, libro V, Giuffrè, Milano, 2005, 1898 *ss.*; S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Egea, Milano, 2006, 773 ss.; O. CAGNASSO, sub *art. 2503*-bis, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004, 2337 *ss.*; L. LAMBERTINI, sub *art. 2503*-bis, in G. LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Giuffré, Milano, 2003, 473 *ss.*; F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Giuffrè, Milano, 2005, 284 *ss.*; M. PERRINO, sub *art. 2503*-bis, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Jovene, Napoli, 2004, 1967 *ss.*; M. E. SALERNO, sub *art. 2503*-bis, in SANDULLI – SANTORO (a cura di), *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, Giappichelli, Torino, 2003, 452 *ss.*; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 127 *ss.*; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 303 *ss.*; M. TAMBURINI, sub *art. 2503*-bis, in A. MAFFEI ALBERTI, (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, CEDAM, Padova, 2011; ID., sub *art. 2503*-bis, in A. MAFFEI ALBERTI, (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, IV, CEDAM, Padova, 2005, 2555 *ss.*.

([246]) Sui problemi sollevati dalla disciplina previgente, estremamente lacunosa ed incompleta, cfr., perlopiù in senso critico, V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 725 *ss.*; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 468; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 224; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 108; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni* convertibili, cit., 210 *ss.*; A. GIANNOTTA, *La sorte delle obbligazioni convertibili in azioni nell'ipotesi di fusione*, in *Vita not.*, 1989, 228 *ss.*.

([247]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 774. La disposizione, *in parte qua*, è considerata dalla dottrina una mera applicazione del principio che regola i rapporti tra singolo e collettività di cui all'art. 2419 c.c., cfr. M. CIAN, *Investitori non azionisti*, cit., 757; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 497 nt. 35; P. MARCHETTI, *Appunti*, cit., 47, il quale precisa come la legittimazione all'opposizione spetterà solo a coloro che abbiano acquistato il titolo obbligazionario prima della pubblicazione del progetto di fusione, giacché se l'acquisto avviene in un momento successivo l'acquirente diventa creditore quando è legalmente consapevole dei rischi connessi all'operazione; SERRA-SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 120. In senso contrario v. l'isolata opinione di MORANO-ZINI, *La nuova disciplina delle fusioni*, in *Società*, 1991, 905 *ss.*, in part. 925.

che ai possessori di obbligazioni convertibili che non si avvalgano della conversione anticipata devono essere assicurati *diritti equivalenti* a quelli loro spettanti prima della fusione o della scissione, salvo che la modifica dei loro diritti([248]) non sia stata approvata dall'assemblea degli obbligazionisti([249]) con le maggioranze ordinarie, ed a meno che l'operazione determini una modificazione delle condizioni del prestito, occorrendo in tal caso il rispetto delle maggioranze rafforzate richieste dall'art. 2415[3] c.c.([250]). Fermo, in ogni caso, l'eventuale diritto al risarcimento del danno *ex* art. 2504-*quater*[2] c.c.. Ovviamente, la proposizione normativa appena citata va coordinata con quella di cui all'art. 2501-*bis*, n. 7, c.c., che richiede che il progetto di fusione indichi "… *il trattamento eventualmente riservato … ai possessori di titoli diversi dalle azioni*".

Appare allora chiaro come, ad onta dei dubbi da più parti avanzati in dottrina prima del 1991([251]), la fusione per incorporazione dell'emittente con sostituzione delle originarie azioni di compendio con le azioni della società incorporante o risultante dalla fusione non comporta l'applicazione dell'art. 2503-*bis* c.c.([252]). La protezione del valore del diritto di conversione in questo caso è assicurata dalla corretta determinazione del rapporto di cambio stabilito nel progetto di fusione. Lo strumentario di tutele previste dalla norma in esame è invece destinato ad attivarsi solo in caso di "modifica" dei diritti di conversione, ossia quando questi siano disciplinati in modo "non equivalente".

Con altre parole: *i)* in mancanza di "modifica" del diritto di conversione, vale a dire quando tale diritto può essere esercitato senza alcuna variazione nei confronti della società incorporante o risultante dalla fusione, la tutela accorda-

---

([248]) E non, come invece si dubitava nel vigore della previgente disciplina, la sostituzione delle originarie azioni oggetto del diritto di conversione con quelle della società risultante dalla fusione, o dell'incorporante.

([249]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 279 *ss*.; asseemblea che si svolge necessariamente almeno trenta giorni dopo la pubblicazione del progetto, in cui, a parte casi di vero e proprio conflitto di interessi o di altri abusi, sembrerebbero legittimati a votare anche coloro che hanno acquistato i titoli obbligazionari successivamente alla pubblicazione del progetto medesimo e che, pertanto, per quanto sopra osservato alla nt. 247, non sarebbero legittimati all'opposizione, v. in tal senso lo spunto in SERRA-SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 122.

([250]) Cfr. in tal senso C. MOTTI, *La nuova disciplina dell'assemblea straordinaria in terza convocazione*, in *Giur. comm*., 1992, I, 484 *ss*., in part. 498; SERRA-SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 121.

([251]) Per una panoramica dei quali Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit. 210-213.

([252]) Cfr. ancora G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 213.

ta agli obbligazionisti è unicamente diretta alla protezione del *valore economico* del diritto di conversione, attuata mediante gli strumenti a presidio di una corretta determinazione del rapporto di cambio, la cui attuazione non richiede da parte dei soggetti incisi il compimento di alcuna attività; *ii)* quando invece si abbia modificazione di tali diritti, l'art. 2503-*bis* c.c. *in primo luogo* pone il sistema di tutela del voto nell'assemblea degli obbligazionisti, che però non riveste carattere necessario, dato che un eventuale voto negativo in tale sede può essere *superato* assicurando ai soggetti incisi "diritti equivalenti".

La norma, come già accennato([253]) e come meglio verrà argomentato a breve([254]), costituisce espressione di un principio generale, ed impone una accurata indagine di come tale "equivalenza di diritti" debba essere intesa. Essa infatti può avere ad oggetto sia il valore *economico* sia il valore *amministrativo*, inteso nel senso di diritti concretamente spettanti all'obbligazionista nella società incorporante o risultante dalla fusione([255]). Al riguardo si è già avuto modo più volte di osservare come, sulla scorta della migliore dottrina, l'interesse degli obbligazionisti convertibili tutelato dal sistema sia solo quello *economico*, basato sul rispetto del rapporto di cambio originariamente fissato all'atto dell'emissione del prestito, e sul quale si basano le aspettative di guadagno del sottoscrittore. Non si ritiene pertanto possibile ipotizzare che nell'ambito delle operazioni di fusione o di scissione sussista un diritto degli obbligazionisti convertibili al mantenimento della medesima quota potenziale di azioni aventi determinati diritti amministrativi che sarebbe stata loro garantita dall'esercizio della facoltà di conversione antecedentemente all'operazione medesima. Tale interesse, infatti, è già ampiamente tutelato dalla facoltà di convertibilità anticipata([256]).

Non si può poi evitare di notare, sulla scorta di quanto già da alcuni evidenziato, come, singolarmente, né la sesta direttiva comunitaria né il diritto interno richiedono che venga compiuta una verifica - *ex post* e ad opera di esperti

([253]) V. *supra* Cap. I § 1.
([254]) V. *infra* il § 1.5.2.
([255]) Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 307 nt. 222 e 308.
([256]) Al riguardo v. *supra* il § 1.4.

indipendenti - circa la congruità delle misure adottate per garantire l'equivalenza di diritti([257]).

Per meglio definire il significato della nozione di "equivalenza dei diritti", in caso di fusione per incorporazione si suole poi distinguere a fini illustrativi a seconda che il prestito convertibile sia stato emesso dall'incorporante o dall'incorporata.

Preliminarmente si ritiene però opportuno affrontare una questione che ha più a che fare con la disciplina generale del prestito obbligazionario e, in particolare, con il rispetto, nell'ambito delle operazioni di fusione, del limite di capienza previsto dall'art. 2412 c.c., in base al quale le obbligazioni – anche quelle convertibili – possono essere messe per un limite pari al doppio della somma del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili. Nell'ambito di una fusione è infatti possibile che l'ammontare delle obbligazioni emesse dall'incorporante o dalla risultante dalla fusione si trovi ad eccedere tale limite, ad esempio perché la società incorporante deteneva azioni dell'incorporata e quindi, per effetto dell'annullamento e pur tenendo conto del disavanzo, il suo patrimonio netto è inferiore rispetto alla somma di quelli delle due società antefusione. In questo caso si è sostenuto che il divieto posto dall'art. 2412 c.c. non impedirebbe l'attuazione della fusione in modo assoluto([258]), dal momento che l'operazione, non comportando alcun fenomeno di restituzione patrimoniale in favore dei soci, sarebbe assimilabile non tanto alla riduzione reale del capitale ma a quella nominale. Troverebbe pertanto applicazione l'art. 2413^2 c.c., in base al quale in caso di riduzione nominale del capitale sociale o di riduzione delle riserve in conseguenza di perdite, il divieto per l'emittente di distribuire utili sino a quando l'ammontare del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili non eguagli la metà delle obbligazioni ancora in circolazione.

([257]) Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 308 nt. 227, che da tale constatazione trae una pespicua riflessione "sul grado non elevato di tutela, nella fusione e nella scissione, dei diritti ed interessi di portatori di titoli diversi dalle azioni (per le quali opera [invece] il meccanismo del rapporto di cambio, presidiato dalla garanzia della perizia esterna)".

([258]) Cfr. FERRO LUZZI – CHIAPPETTA, *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2005, 138 ss., in part. 146.

Segue. Il caso in cui l'emittente il prestito convertibile sia l'incorporante.

Nella fattispecie in cui sia l'incorporante ad aver emesso il prestito le opinioni espresse divergono.

Secondo alcuni([259]) è necessario assicurare che la percentuale di capitale sociale che gli obbligazionisti avrebbero il diritto di sottoscrivere rimanga invariata anche dopo la fusione, richiedendosi una delibera che aumenti la quota di capitale preordinata alla conversione e che modifichi il rapporto di conversione.

Secondo altri([260]) l'unica tutela a disposizione degli obbligazionisti sarebbe quella della convertibilità anticipata, giacché il rapporto di forza da rispettare sarebbe quello antecedente alla fusione.

Evidentemente le due impostazioni muovono da diverse concezioni circa la finalità del sistema di protezione degli obbligazionisti convertibili; finalità che, almeno in questo caso, non può essere desunta dal dettato normativo, che si limita a richiedere che vengano assicurati diritti equivalenti, senza poi chiarire se questa equivalenza debba essere riferita al solo valore economico del diritto di conversione o anche al valore amministrativo insito nella possibilità di sottoscrivere una data quota del capitale sociale dell'emittente. In coerenza con quanto sinora sostenuto, e alla luce del fatto che, come si è avuto modo di osservare, tutte le precedenti forme di tutela previste dalla legge non prevedono in nessun caso una forma di protezione di tale valore amministrativo, si ritiene preferibile la seconda impostazione, con la conseguenza che gli obbligazionisti dovranno soggiacere ad un diluizione della quota proporzionale di capitale rappresentata dalle azioni di compendio. Sostenere il contrario, oltre a non considerare che a tale forma di diluzione sono ugualmente sottoposti, senza possibilità di sottrarvisi, tutti i soci attuali della società incorporante([261]), compresi gli

([259]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 282; R. DONNINI, *Tutela del possessore di obbligazioni convertibili*, cit.; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 38, che poi differenzia ulteriormente a seconda che l'incorporante emittente il prestito possegga o meno tutte le azioni dell'incorporanda; B. QUATRARO, *I prestiti obbligazionari convertibili, profili civilistici*, II, in *Società e diritto*, 1993, 23.

([260]) G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 210 e 217; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit.; SERRA-SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 126.

([261]) Cfr. E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 436; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 128 nt. 32; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 126, il quale giustamente osserva come tale diluizione

obbligazionisti che si siano avvalsi della facoltà di conversione anticipata([262]), si scontrerebbe contro un forte argomento sistematico e significherebbe, in sostanza, dare spazio, sulla base di una scelta ermeneutica non fondata su alcun dato certo, alla tutela di un interesse che non è mai valorizzato dagli altri frammenti di disciplina dedicati alle obbligazioni convertibili.

La vicenda, in sostanza, per gli obbligazionisti convertibili non differisce molto da quella di un aumento di capitale a pagamento([263]), con la differenza che in questo caso non è previsto un diritto di opzione, vista l'impossibilità di estendere analogicamente l'art. 2441 c.c.([264]). Anzi, l'assimilazione dell'operazione, da un punto di vista economico, all'aumento del capitale a pagamento può essere ulteriormente precisata con la notazione per cui in questo caso l'aumento avviene mediante conferimento in natura, con la conseguenza che non si vede perché "in sede di incorporazione, ai titolari di obbligazioni convertibili emesse dall'incorporante dovrebbe essere garantita nella società *post*-incorporazione una posizione percentualmente uguale a quella attesa in assenza di incorporazione (con conseguente modifica del rapporto di cambio), mentre una simile garanzia non esisterebbe se tutto il patrimonio della società in questione fosse conferito in natura"([265]).

---

subita dai soci al momento della fusione costituirebbe "un potente stimolo a non esercitare il diritto di conversione anticipata". In senso critico v. invece F. MAGLIULO, *La fusione*, cit., 288.

([262]) Cfr. C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 111.

([263]) Cfr. C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 108 ss.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 210. Prima del 1974 v. V. COLUSSI, *Problemi*, cit., 83; A. MAISANO, *Obbligazioni convertibili in azioni e fusione di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1968, II, 379 *ss.*, in part. 383 nt. 19; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 249; B. VISENTINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 91;

([264]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 221-222 che - anche richiamando quell'opinione di G. B. PORTALE, *Capitale sociale e attribuzione di azioni nella fusione per incorporazione*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 1031 ss., in part. 1035, che icasticamente nota come le norme sulla fusione costituiscono un "micro-sistema, dominato da principi propri, talora coincidenti, talora diversi da quelli dettati dal più vasto sistema del diritto societario" - rileva come la questione non possa ritenersi governata dalle norme generali e, conseguentemente, non si possa porre nemmeno un problema di diritto di opzione, senza contare che "dell'incidenza e degli effetti delle future eventuali conversioni sulla dimensione sulla composizione del capitale dopo la fusione – dal punto di vista degli azionisti della incorporante – si sarà tenuto adeguatamente conto nella determinazione del rapporto di fusione" (*ivi*, 222).

([265]) Così SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 126. Analogamente v. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 790; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 436. Ma v. già P. CASELLA, *Le*

L'unico caso in cui il rapporto di conversione dovrebbe essere modificato è stato individuato da taluni nell'ipotesi in cui le azioni ad essere attribuite in conversione non siano di nuova emissione ma siano quelle già circolanti o quelle proprie detenute in portafoglio dall'emittente([266]). In questo caso il mantenimento dei rapporti proporzionali reciproci tra soci dell'incorporante e obbligazionisti convertibili richiederà un adeguamento del rapporto di conversione con contestuale riduzione del capitale a servizio([267]).

Segue. Il caso in cui l'emittente il prestito convertibile sia l'incorporata.

Nel caso in cui l'emittente i titoli obbligazionari si fonda o sia incorporata, ferma restando la persistenza del diritto di conversione sulle azioni della società incorporante o risultante dalla fusione([268]), quest'ultima dovrà garantire l'esercizio del diritto di conversione sostituendo le originarie azioni di compendio con le proprie([269]). Ciò, nella quasi totalità dei casi, potrà essere assicurato

---

obbligazioni convertibili, cit., 224; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., nt. 80; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 249;

([266]) La fusione realizzata mediante assegnazione non di nuovi titoli è ammessa a condizione che vengano attuati rimedi "interni" che consentano il rispetto delle posizioni relative degli azionisti, cfr. O. CAGNASSO, *Trasformazione e fusione di società*, in *Giur. sist. civ. e comm.*, a cura di W. Bigiavi, Torino, 1973, 329; G. B. PORTALE, *Capitale sociale e attribuzione di azioni nella fusione per incorporazione*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 1031; E. SIMONETTO, *Della società. Art. 2498-2510*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1976, 189 e 209.

([267]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 791; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 128 nt. 32. Sembrerebbe contrario E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 435.

([268]) In forza del principio di continuità nei rapporti giuridici *ex* art. 2504-*bis* c.c., cfr. già G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 250 *ss.*. Il punto è quello che in passato ha suscitato il più acceso dibattito, dipendendo dalla nota e tormentata vicenda interpretativa in merito alla natura e agli effetti dell'operazione di fusione, v. per una completa rassegna delle opinioni espresse a riguardo con specifico riferimento al tema della sopravvivenza del diritto di conversione degli obbligazionisti convertibili, G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 210 *ss.*.

([269]) Ciò non integrerebbe una "modificazione" del rapporto di cambio e, conseguentemente, non sarebbe sottoposto all'approvazione dell'assemblea speciale, v. sul punto P. MARCHETTI, *Appunti*, cit., 26, che ritiene che la soppressione del diritto di conversione non costituirebbe "modificazione" ai sensi dell'art. 2503-*bis* c.c. e, conseguentemente, per essere efficace necessiterebbe comunque dell'approvazione da parte di ogni singolo obbligazionista; *contra* v. F. DI SABATO, *La nuova disciplina della fusione*, in *Riv. not.*, 1991, I, 903 *ss.*, in part. 910; v. inoltre G. F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni convertibili. Procedimento diretto*, in *Società*, 1991, 301 *ss.*, in part. 304, che ipotizza quale "modificazione" sottoposta all'approvazione dell'assemblea speciale una limitazione del termine di conversione a prima della delibera di fusione.

deliberando, contestualmente all'assunzione della delibera di fusione, oltre all'aumento di capitale necessario ad attuare la fusione anche un altro aumento a servizio degli obbligazionisti secondo il nuovo rapporto di cambio([270]). Aumento di capitale che, inevitabilmente, andrà a ledere il diritto di opzione degli azionisti e degli obbligazionisti convertendi dell'incorporante([271]).

Si ritiene poi che la mancata deliberazione dell'aumento di capitale a servizio degli obbligazionisti convertibili, determinando l'impossibilità per costoro di ottenere senz'altro l'attribuzione delle partecipazioni sociali all'atto della conversione, renderebbe la delibera di fusione relativamente "inefficace" nei confronti degli obbligazionisti convertibili medesimi, che potrebbero far valere tale inefficacia con un'azione di accertamento, chiedendo in via cautelare un'inibitoria che impedisca agli amministratori della incorporante o risultante della fusione di dare esecuzione alla delibera che pregiudicherebbe i loro diritti([272]). Qualora invece la delibera di fusione venga iscritta l'eventuale accertamento dell'inefficacia della stessa rispetto agli obbligazionisti non potrebbe incidere sugli effetti, stante il chiaro disposto dell'art. 2504-*quater*[1] c.c.([273]), con la conseguenza che l'unica strada che rimarrebbe a tutela dei danneggiati sarebbe quella dell'azione di risoluzione per inadempimento e di risarcimento danni.

([270]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 283; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 214, con un'ampia rassegna delle soluzioni interpretative prospettate prima della riforma del 1991, il quale fa giustamente notare come ciò si imponga in quanto "i diritti degli obbligazionisti di convertire i loro titoli in azioni di futura emissione in forza di un aumento di capitale già deliberato ed irrevocabile non sarebbero equivalenti a quelli loro assicurati dopo la fusione se, in occasione di quest'ultima delibera, delle azioni di compendio non fosse deliberata l'emissione; da diritti potestativi, quali erano, i diritti degli obbligazionisti sarebbero degradati a semplici diritti di credito"; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 40; P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, I, 25 *ss.*.

([271]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 221.

([272]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 220 e nt. 204 in cui richiama la nota opinione in tema di delibere assembleari pregiudizievoli dei diritti di categorie speciali di azioni di A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 302 *ss.*.

([273]) Sulla portata innovativa dell'art. 2504-*quater*[1] c.c. v. C. ANGELICI, *La nullità della fusione*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 267 *ss.*; M. DE ACUTIS, *Il nuovo regime dell'invalidità della fusione*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 738 *ss.*; L. FARENGA, *Profili di invalidità e nuova disciplina della fusione*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 465 *ss.*; G. OPPO, *Fusione e scissione delle società secondo il D.Leg. 1991, n. 22: profili generali*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, 501 *ss.*, in part. 514 *ss.*; G. SCOGNAMIGLIO, *La nullità della fusione nella direttiva CEE e nello schema di legge di attuazione*, in *Riv. not.*, 1990, I, 889 *ss.*; ID., *Le scissioni*, cit..

Segue. La protezione degli obbligazionisti convertibili in caso di incongrua determinazione del rapporto di cambio.

Come si è avuto modo di osservare, molteplici sono i casi in cui la protezione del valore economico del diritto di conversione, sempre che non si verifichino "modificazioni" del diritto di conversione nel senso già prospettato, è affidata alla corretta determinazione del rapporto di cambio([274]). Sia che l'emittente sia l'incorporata sia che sia l'incorporante o la risultante dalla fusione, il rapporto di cambio costituisce infatti un parametro ineliminabile per accertare l'avvenuto rispetto del principio che impone di assicurare "diritti equivalenti" agli obbligazionisti convertibili([275]).

A differenza però che in altri in casi, l'errata, o incongrua che dir si voglia, determinazione del rapporto di cambio non potrà legittimare gli obbligazionisti convertibili pregiudicati né ad un'opposizione *ex* art. 2503 c.c., che è diretta a tutelare il diverso interesse alla conservazione della garanzia patrimoniale del credito([276]), né ad un'azione di impugnativa, non sussistendo la legittimazione ad agire per le medesime ragioni che si esporranno in tema di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione e incongrua determinazione del sopraprezzo([277]). L'unica azione disponibile, si sostiene, sarebbe quindi ancora una volta quella tesa a far valere un inadempimento della società al patto di conversione e ad ottenere o l'esatto adempimento o la risoluzione del rapporto, salvo in ogni caso il risarcimento dei danni([278]).

([274]) G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 217. Analogamente v. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 789; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 224; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., nt. 80; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 436; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 247; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 128 nt. 32; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 126. Sul rapporto di cambio nel caso in cui risultino in circolazione obbligazioni convertibili v. L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, *cit.*, 139.

([275]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 794.

([276]) Cfr., con specifico riferimento al tema in esame, S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 795; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 218. Nel senso criticato v. però P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 224 nt. 110; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 112; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 247 e nt. 199, con ampia bibliografia sul diverso tema del fondamento dell'opposizione dei creditori.

([277]) Cfr. *infra* il § 1.5.4.. V. invece nel senso della nullità per violazione di una norma imperativa E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 437.

([278]) Su tale profilo v. *infra* nel presente paragrafo.

1.5.1.4. *La scissione*.

In forza del richiamo compiuto dall'art. 2506-*ter* c.c.([279]) il disposto dell'art. 2503-*bis* c.c. è applicabile anche al caso di scissione([280]), con la medesima differenziazione, a parti invertite, a seconda che il prestito rimanga presso la società scissa o sia trasferito alla beneficiaria.

In merito alla disciplina generale del prestito obbligazionario, è però necessario premettere come, ferma restando l'esclusione dettata per le obbligazioni convertibili, nel primo caso la riduzione del capitale facoltativa dovrà rispettare il limite di cui all'art. 2412[1] c.c. pena, in difetto, l'impossibilità di procedere alla riduzione in virtù del divieto di cui all'art. 2413 c.c.([281]). Nel secondo caso, analogamente, occorrerà che il progetto di scissione garantisca il mantenimento di un corretto rapporto tra capitale e prestito.

Caso particolare è poi quello, ammesso da taluni – che evidentemente non ritengono ostativo il carattere unitario dell'operazione - di frazionamento del prestito obbligazionario tra la scissa e la beneficiaria. Sembra al riguardo da condividere quell'opinione che, con riferimento all'appena esposta possibilità, ritiene che, qualora si ammetta la frazionabilità del prestito obbligazionario, le *tránches* risultanti dal frazionamento non siano altro che poste del passivo, come tali oggetto di attribuzione alle società partecipanti alla scissione in base a quanto stabilito nel (solo) progetto([282]).

([279]) Corrispondente al precedente art. 2504-*novies*, u.c., c.c. nel testo anteriore alla riforma del 2003.

([280]) Cfr. sul punto R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 284 ss.; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 41 *ss.*; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit.; L. PISANI, *Scissione*, cit., 368 *ss.*. Sul piano comparatistico v. l'analisi di A. MENEDEZ, *Escision de sociedad anonima y oblgaciones convertibles*, in *Rev. der. merc.*, 1984, 227 *ss.*.

In generale sull'operazione di scissione v. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., in part. 280 *ss.*, alla sezione dedicata agli effetti sui creditori e sui portatori di titoli diversi dalle azioni, e 306 *ss.*, nella parte della trattazione specificamente dedicata ai possessori di obbligazioni convertibili.

([281]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 285; L. PISANI, *Scissione*, cit., 373.

([282]) Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 295 nt. 202, che critica quanto sostenuto da L. PISANI, *Scissione*, cit., 378, in merito alla necessità di effettuare il frazionamento secondo modalità tali da assicurare il rispetto del principio di parità di trattamento degli obbligazionisti, ad esempio adottando "metodi oggettivi" basati, ad esempio, sul numero di serie delle obbligazioni ovvero sul sorteggio; l'autrice obietta infatti che criteri "ciechi" come il sorteggio potrebbero essere consigliabili (sembrerebbe solo) in "casi limite", come ad esempio nel caso di suddivisione di un

E' infatti possibile osservare che pur essendo unico l'atto dal quale è sorto il prestito obbligazionario, e nonostante il fatto che tutti i titoli emessi a fronte dello stesso prestito attribuiscono uguali diritti, ciascuna obbligazione costituisce un distinto rapporto giuridico intercorrente tra la società e il sottoscrittore del titolo. Tale autonomia dei singoli rapporti obbligatori intercorrenti tra la società emittente e ciascun sottoscrittore sembra quindi consentire di suddividere il prestito tra le diverse beneficiarie della scissione. Tuttavia, se il prestito viene frazionato tra più beneficiarie, gli obbligazionisti, pur conservando diritti di credito identici a quelli anteriori alla scissione, non si trovano più in una posizione reciprocamente paritaria, in quanto a causa della pluralità delle società beneficiarie tra le quali dovrebbe essere ripartito il prestito, la valutazione in merito all'affidabilità del soggetto che subentra nel rapporto obbligatorio varia a seconda della società assegnataria del titolo di ciascun obbligazionista.

Si potrebbe allora ipotizzare che l'operazione di frazionamento del prestito in capo a diverse beneficiarie configuri una "modificazione dei diritti" ai sensi dell'art. 2503-*bis*[3] c.c., con la conseguenza che essa dovrebbe essere approvata dall'assemblea speciale, in difetto essendo necessario assicurare "diritti equivalenti"([283]) agli obbligazionisti([284]). L'equivalenza dei diritti, intesa nel senso di equivalenza del valore economico dei medesimi, dovrebbe essere allora assicurata tramite una corretta determinazione del (o dei, se le beneficiarie che subentrano nell'operazione di prestito sono più di una) rapporto di cambio, a sua volta basata su una valutazione del patrimonio della società che subentra nel pre-

---

unitaria operazione di prestito "in più *tránches* di uguale importo e frazionato fra un corrispondente numero di società beneficiarie di nuova costituzione, alle quali vengano attribuite quote equivalenti del patrimonio netto della società stessa e le partecipazioni delle quali vengano assegnate ai soci della scissa sulla base di un criterio di proporzionalità".

([283]) Sulla nozione di diritti equivalenti nella scissione v. L. PISANI, *Scissione*, cit., 390 *ss.*; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 307 nt. 222.

([284]) Cfr. in tal senso G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 305, che esclude in base al principio generale di accessorietà della garanzia al debito oltre che al fatto che in determinati casi l'esistenza di una garanzia medesima è richiesta dalla legge per superare i limiti di emissione, la possibilità, prospettata da C. MOTTI, *La nuova disciplina*, cit., 499, di attribuire le garanzie reali che assistono un prestito obbligazionario a società diversa da quella cui il medesimo prestito è attribuito. In generale, per la nozione di "equivalenza dei diritti", anche con riferimento a questo particolare caso, v. *infra.*

stito o in parte del prestito obbligazionario che "costituisce la garanzia della conservazione di detto valore"([285]).

Con più specifico riferimento alla tutela del diritto di conversione, resta sempre fermo il diritto di opposizione in mancanza di pronunciamento dell'assemblea speciale([286]), che dovrà intervenire, si è affermato, nel termine di sessanta giorni previsto per l'esercizio del diritto di opposizione([287]).

A scissione realizzata è però ben possibile che l'obbligazionista lamenti di aver subito un effettivo pregiudizio. I casi ipotizzabili sono quelli di era assente o dissenziente nell'eventuale deliberazione *ex* art. 2503-*bis*[1] c.c. o di chi abbia prestato il proprio assenso sulla base di presupposti poi rivelatasi errati o, infi-

---

([285]) La frase, così come le considerazioni appena riportate, sono di G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 309, che critica la già ricordata impostazione di L. PISANI, *Scissione*, cit., 394-395, ad opinione del quale l'equivalenza economica potrebbe essere perseguita esclusivamente mediante l'attribuzione del diritto di conversione in azioni di tutte le società risultanti, proporzionalmente alla quota di patrimonio netto assegnato. Tale soluzione, infatti, si nota (*ivi*) è sia troppo rigida, in quanto non tiene conto del fatto che "l'obiettivo dell'equivalenza ... può essere raggiunto ... attraverso la corretta elaborazione dei rapporti di cambio", sia erronea nel caso di scissione a favore di società preesistenti, "il valore del patrimonio delle quali si aggiunge al valore della quota di patrimonio proveniente dalla società scissa", con conseguente necessità di rideterminazione "dei rapporto di cambio e l'iniquità per converso dell'attribuzione, *sic et simpliciter*, al possessore di obbligazioni convertibili del diritto di convertire in azioni di tutte le società beneficiarie".

([286]) Cfr. sul punto G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 303 *ss.*, che rileva come tale situazione sia diretta conseguenza "dell'organizzazione collettiva, o di gruppo, che caratterizza i portatori di titoli emessi nell'ambito di una medesima operazione di prestito e della competenza di tale organizzazione a deliberare "sugli oggetti di interesse comune degli obbligazionisti""; L. PISANI, *Scissione*, cit., 382-383 sostiene che il principio di preminenza della decisione assembleare su quella del singolo obbligazionista si applichi anche quando l'iniziativa di costui precede l'approvazione assembleare della scissione (o della fusione", con il che suscitando in G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 304 nt. 214, l'interrogativo su "come debba, in tal caso, regolarsi, a fronte della sopravvenuta approvazione, il giudice eventualmente investito dall'opposizione proposta dal singolo: in particolare, se egli debba dichiarare l'improcedibilità sopravvenuta del giudizio di opposizione").

([287]) Cfr. L. PISANI, *Scissione*, cit., 382 nt. 44; v. inoltre G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 305, che osserva come sia conveniente "che gli amministratori della società scindente convochino l'assemblea degli obbligazionisti contestualmente a quella dei soci, allo scopo di sciogliere nel più breve tempo possibile l'incertezza in merito alle possibili opposizioni da parte dei primi nei riguardi dell'operazioni divisati", sottolineando che ciò è tanto più opportuno quando "alla stregua di disposizioni di leggi speciali, sia previsto un termine più breve (di sessanta giorni) per l'esercizio dell'opposizione" (*ivi*).

ne, di chi abbia subito un danno "qualitativamente o quantitativamente diverso da quello che poteva ragionevolmente stimarsi nel momento in cui era stata adottata la delibera di approvazione nella sede dell'assemblea di categoria"([288]). In tale eventualità, precluso ogni accesso ad una tutela di tipo reale stante il disposto dell'art. 2504-*quater* c.c., unico mezzo di tutela sarebbe quello dell'azione di risarcimento danni *ex* art. 2504-*quater*[2] c.c.([289]).

Con riferimento alle modalità operative con il quale l'operazione di scissione può essere attuata in pendenza di prestito obbligazionario si distingue tra scissione totale, in cui l'intero patrimonio di una società si trasferisce alle beneficiarie, e scissione parziale, in cui il trasferimento è attuato solo per una parte.

In caso di scissione totale con attribuzione alla beneficiaria (o alle beneficiarie) del prestito obbligazionario originariamente emesso dalla scissa, la prima dovrà ovviamente procedere ad un aumento di capitale a servizio, ottenendo l'approvazione dell'assemblea speciale in merito alla mutazione delle azioni su cui esercitare il diritto di conversione([290]). In mancanza dell'approvazione da parte dell'assemblea speciale si pone però il tema di come assicurare i diritti equivalenti imposti dall'art. 2503-*bis* c.c.. Ciò non tanto nel caso di società neocostituita, per la quale basterebbe prendere in considerazione il valore del patrimonio attribuitole, quanto nel caso di società preesistente, visto che l'operazione potrebbe ben determinare, qualora il valore delle azioni di compendio della beneficiaria (o delle beneficiarie) fosse inferiore rispetto a quelle della scissa, una diluzione del valore di conversione delle obbligazioni. Alla luce di ciò sarà allora ben possibile determinare il rapporto di cambio "tenendo conto del valore complessivo del patrimonio assegnato alla scissionaria che subentra nella titolarità del prestito obbligazionario e – se la società non è costituita *ex novo* – del patrimonio preesistente di quest'ultima, valore assoluto e valore

([288]) Cfr., per tali ipotesi, G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 304; per l'ultima ipotesi v. inoltre P. BELTRAMI, *La legittimazione attiva dei creditori all'azione risarcitoria* ex *art. 2504*-quater *c.c.*, in *Riv. soc.*, 2002, 1223 *ss.*, in part. 1254 *ss*.

([289]) Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., *locc. citt*..

([290]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 287; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 225; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 41; L. PISANI, *Scissione*, cit., 392-393; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 307.

relativo, da calcolare a sua volta con riferimento al valore originario del patrimonio della società emittente il prestito"([291]).

Nel caso invece di scissione totale in cui sia la beneficiaria ad aver emesso il prestito, si è sostenuto che essa dovrebbe procedere ad un aumento di capitale con conseguente modifica del rapporto di cambio in modo da garantire agli obbligazionisti convertendi la possibilità di mantenere inalterata la loro possibile partecipazione percentuale all'aumento di capitale subito dalla beneficiaria medesima([292]). Non si ritiene però di poter condividere tale esito interpretativo giacché, come più volte ricordato([293]), non appare possibile rinvenire nel sistema un principio che imponga all'emittente di tutelare, oltre al valore economico del diritto di conversione, anche il suo valore amministrativo, espresso dalla possibilità di sottoscrivere una data quota del capitale sociale dell'emittente.

Anche nel caso già menzionato di scissione parziale è necessario distinguere a seconda che il prestito obbligazionario rimanga o meno presso la scissa.

Nel primo caso, in cui il prestito rimane presso la scissa, l'operazione determina una diminuzione del patrimonio netto dell'emittente, con conseguente diluzione del valore delle azioni e diminuzione del valore economico del diritto di conversione([294]). In tale ipotesi, si è sostenuto, non si realizza un effettiva modificazione del diritto di conversione, che rimane inalterato, risolvendosi il tutto in un *pregiudizio di fatto* degli obbligazionisti convertibili il cui diritto di conversione potrà essere esercitato su azioni con un valore inferiore rispetto a quello ante-scissione([295]). Si potrebbe pertanto ritenere inapplicabile la disposizione dell'art. 2503-*bis* c.c., destinata ad operare nel caso di "*modificazione dei diritti*", con conseguente non necessità di un'approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea speciale. E' nondimeno possibile affermare che in tale ipotesi sia necessario rifarsi al principio generale, la cui ricostruzione costituisce uno degli scopi della presente ricerca, in base al quale l'operazione può essere

([291]) Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 309.

([292]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 287; A. MORANO, *Obbligazioni convertibili*, cit., 1037 *ss*..

([293]) V. *supra* il § 1.4..

([294]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 223, il quale fa notare, coerentemente all'impianto portante dell'intera opera, che l'eventuale diminuzione del valore nominale delle azioni della scissa comporta *di per sé* un adeguamento del rapporto di cambio.

([295]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 223.

attuata dall'emittente *a patto di mantenere inalterato il valore economico del diritto di conversione*. Tale necessaria equivalenza, si è sostenuto, potrebbe essere realizzata intervenendo sul capitale e/o modificando il rapporto di cambio([296]). L'assunto, alla luce di quanto appena osservato, non appare condivisibile, giacché l'aumento del capitale a servizio degli obbligazionisti avrebbe come unico esito quello di conservare intatta la quota potenziale di capitale sottoscrivibile, finalità che non appartiene a quelle protette dal sistema. La conservazione del valore economico del diritto di conversione, invece, giacché esso dipende dalla consistenza del patrimonio della scissa, sarà pertanto conseguibile intervenendo sul rapporto di cambio in maniera inversamente proporzionale rispetto alla diminuzione di tale garanzia, espressa agevolmente dalla relazione tra patrimonio originario della scissa e patrimonio attribuito alla beneficiaria.

Nel caso invece di scissione parziale con attribuzione del prestito convertibile alla beneficiaria sarà necessario che quest'ultima deliberi un aumento di capitale a servizio della conversione([297]). Inoltre, poiché per effetto dell'operazione il diritto di conversione viene ad essere esercitato non più sulle azioni della scissa ma quelle della beneficiaria, verificandosi pertanto una "modificazione del diritto di conversione", sarà necessario ottenere l'approvazione dell'assemblea speciale([298]). Non è però sufficiente, come già osservato, limitarsi ad una sostituzione delle azioni di compendio mantenendo inalterato l'originario rapporto di conversione. Alla beneficiaria viene infatti attribuita solo una parte del patrimonio della scissa, con la conseguenza che il valore economico del diritto di conversione nelle azioni della scissa, inalterato l'originario rapporto di conversione, non è detto sia maggiore o minore rispetto a quello originario, dipendendo in gran parte dal patrimonio della scissa medesima. Se si tratta di società di nuova costituzione, il cui patrimonio è unicamente quello attribuitole in virtù dell'operazione di scissione, si è allora sostenuta la possibili-

([296]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 287; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 287, che rileva come probabilmente sia sufficiente la modifica del rapporto di cambio.

([297]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 287.

([298]) Cfr. a tal proposito R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 288, che però sembra confondere i soggetti, quasi come se l'operazione fosse già stata totalmente attuata, dato che ritiene che "la società beneficiaria [e non la scissa], nelle cui azioni le preesistenti obbligazioni convertibili potranno essere ora convertite, dovrà ottenere l'approvazione della correlata modifica delle condizioni del prestito da parte dell'assemblea speciale".

tà di procedere ad un aggiustamento del rapporto di cambio in misura più che proporzionale al rapporto di cambio di scissione, sino a quando non si raggiunga il medesimo valore economico del diritto di conversione originario([299]).

Ciò però non è detto sia necessario fare in caso di beneficiaria preesistente, quando, analogamente a quanto già osservato, basterà confrontare il valore delle azioni di compendio della scissa ante-scissione con quello delle azioni di compendio della beneficiaria post scissione. Solo qualora tale confronto faccia emergere un minor valore delle azioni di compendio della beneficiaria, e conseguentemente un danno al valore di conversione, sarà possibile intervenire sul rapporto di cambio in maniera inversamente proporzionale alla differenza riscontrata; ciò con la consapevolezza che così procedendo si determina inevitabilmente una compressione della quota proporzionale di capitale di spettanza dei soci preesistenti all'operazione di scissione([300]). Non è così necessario procedere nel senso indicato da taluni, attribuendo il diritto di conversione parte in azioni della scissa parte in quelle della beneficiaria in proporzione alle quote di patrimonio ad esse spettanti([301]), così spezzando l'unitarietà del prestito che è stato interamente attribuito alla beneficiaria([302]) o addirittura, consapevoli di tale ultimo inconveniente, imporre il frazionamento del prestito tra le società beneficiarie in proporzione alla quota di patrimonio netto ad esse attribuita([303]).

Quando poi nella scissione parziale sia la beneficiaria ad aver emesso il prestito taluni, in parallelo rispetto a quanto sostenuto per le ipotesi già esaminate, hanno sostenuto che quest'ultima dovrebbe procedere ad un aumento di capitale "al fine di garantire agli obbligazionisti titolari del diritto di conversione diritti equivalenti a quelli loro prima spettanti"([304]). La tesi, per le ragioni sopra esposte, non è condivisibile.

([299]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 224.

([300]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., *loc. ult. cit.*

([301]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 224-225; v. inoltre L. PISANI, *Scissione*, cit., 394. Per convincenti critiche a tali impostazioni, che qui vengono mutuate, cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 309.

([302]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., *loc. ult. cit.*

([303]) Cfr. L. PISANI, *Scissione*, cit., 394.

([304]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 288.

1.5.1.5. *La fusione e scissione eterogenee*.

Il tema della fusione o scissione da società azionaria in società non azionaria ha sollevato il problema della permanenza o meno del prestito convertibile, che perderebbe per effetto dell'operazione il referente oggettivo delle azioni di compendio. Premesso che la problematica verrà trattata più diffusamente nell'ambito dell'operazione di trasformazione([305]), la dottrina maggioritaria afferma la necessità di estinguere preventivamente il prestito attraverso la concessione della convertibilità anticipata in prima battuta e il rimborso dei titoli non convertiti in seconda battuta, solo però a seguito dell'approvazione dell'assemblea speciale([306]).

1.5.2. *Significato della convertibilità anticipata.*

L'estrema varietà delle ipotesi che fanno scattare il modello della convertibilità anticipata ha indotto taluno a sostenere in linea generale che l'applicazione di un medesimo rimedio a fattispecie fra loro eterogenee si giustifichi in base alla difficoltà di prevedere le ripercussioni di tali operazioni sul valore delle azioni offerte in conversione([307]).

Gli è invece che il riconoscimento di una facoltà di conversione anticipata non può essere considerato come modello di protezione del valore economico del diritto di conversione, limitandosi a consentire agli obbligazionisti di partecipare *uti socii* all'assunzione delle delibere che la legittimano e così di godere dei relativi effetti([308]).

([305]) V. *infra* il § 1.5.5.1.

([306]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 284; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 328; F. DI SABATO, *Manuale*, cit., 361. V. però P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 254 che prospetta la possibilità di procedere ad una novazione, sia oggettiva, sostituendo le obbligazioni con documenti diversi, sia soggettiva, sostituendo all'ente emittente i soci.

([307]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 465 nt. 27; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 269.

([308]) Cfr. con grande chiarezza G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 196. L'affermazione è comune in dottrina, anche se da essa non vengono tratte le conseguenze di seguito esposte nel testo, giacché normalmente vi si ricorre per chiarire come il divieto posto dall'art. 2420-*bis*[5] c.c. sia in realtà solo apparente, cfr. A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, cit., 1342; BIONE-CALANDRA BUONAURA, *Titoli azionari*, cit., 782; S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 775; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 466, che fa presente come il rimedio serva a mettere gli obbligazionisti "in condizione di inserirsi fra i destinatari degli effetti delle stesse [delibere]

Non sono così da condividere quelle opinioni che, più o meno esplicitamente, affermano che la facoltà di conversione anticipata sarebbe anche diretta a tutelare il valore economico del diritto di conversione([309]).

Quanto appena osservato non significa però che, *quantomeno sul piano fattuale*, la decisione di convertire le proprie obbligazioni non possa comportare per gli obbligazionisti una qualche forma di vantaggio economico. Ad esempio la conversione anticipata potrebbe essere finalizzata a garantirsi un diritto di *exit* nel caso in cui la fusione implichi una modifica dell'oggetto sociale tale da alterare le condizioni di rischio dell'investimento([310]). Un altro caso in cui ciò potrebbe accadere, con conseguente incentivo economico alla conversione anticipata, è quello in cui a seguito della fusione è ragionevole attendersi un rendimento del capitale di rischio maggiore di quello del capitale di debito, ad esempio quando venga attuata un'operazione di *merger leveraged buy-out* mediante la c.d. "struttura delle due *newcos*"([311]), in cui si prevede che immediatamente dopo la fusione la società risultante procederà alla distribuzione di un dividendo straordinario grazie alle risorse prese a debito([312]).

---

e, ancor prima, di concorrere al relativo procedimento formativo, avvalendosi degli strumenti di autotutela preventiva e successiva (voto e impugnativa) propri degli azionisti"; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 209; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 97, 103, 105, 107, 112 e 114; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 118; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 34; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 434; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 242 *ss*.; V. SALAFIA, *Obbligazioni convertibili*, cit., 711 *ss*.; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 408.

([309]) Attribuiscono alla conversione anticipata una funzione di tutela del diritto di conversione R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 175 *ss*.; F. TEDESCHI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 192, il quale la ritiene applicabile anche al caso di azzeramento e reintegrazione del capitale sociale.

([310]) Cfr. C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 108; v. nello stesso senso S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 776.

([311]) Su cui v. S. CACCHI PASSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di* merger leveraged buy-out: *l'art. 2501*-bis e *l'opposizione dei creditori alla fusione*, Giuffrè, Milano, 2007; C. CINCOTTI, Merger leveraged buy-out, *sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc*., 2011, 634 *ss*.; D. GALLETTI, Leveraged buy out *ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, in *Giur. comm*., 2008, I, 433 *ss*.; L. G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del* leveraged buy out, Giuffrè, Milano, 2001, 235; V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il* merger leveraged buy out, in *Società*, 2010, 959 *ss*..

([312]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 776, che chiarisce come tale operazione di distribuzione "ha l'effetto di liquidare una quota dell'investimento dei soci, trasformando capitale

Nessun rilievo è inoltre da attribuire, quantomeno sul piano giuridico, all'interesse della società emittente a "convertire in capitale effettivo la maggior parte possibile di quanto ricevuto a titolo di finanziamento, in modo da incrementare il proprio netto patrimoniale e, conseguentemente, influire sulla determinazione del rapporto d cambio di fusione o di scissione"([313]). Come è infatti stato convincentemente replicato([314]), la conversione delle obbligazioni determina sì un incremento del netto patrimoniale, ma esso è tendenzialmente neutrale, dato che, pur aumentandola, lascia inalterata la quota del capitale netto della società *post*-fusione spettante a ciascuno dei soci.

Alla luce di tali considerazioni è allora possibile affrontare due questioni problematiche che hanno suscitato ampio dibattito in dottrina.

La prima questione, di più agevole soluzione, concerne la spettanza del diritto di conversione anticipata anche ai possessori di obbligazioni convertibili in azioni di risparmio o con diritto di voto limitato. Se infatti l'unico interesse tutelato fosse quello di partecipare alla deliberazione di fusione si potrebbe essere indotti a ritenere che non sia necessario né utile riconoscere anche a tali categorie di obbligazioni convertibili in azioni prive di voto il diritto di conversione anticipata. L'opinione è destinata però a mutare qualora si consideri che, come già accennato, la convertibilità anticipata, pur non proteggendo il valore economico del diritto di conversione in sé considerato, può permettere al convertista di approfittare di alcuni vantaggi sul piano fattuale connessi all'operazione([315]).

---

di rischio in capitale di debito", sicché l'obbligazionista potrebbe avere "interesse a sottrarsi al maggior rischio che questa operazione può comportare per la sua posizione di creditore sociale e, correlativamente, a liquidare nella diversa qualità di azionista una prima quota del proprio investimento".

([313]) Cfr. invece E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 434

([314]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 776 nt. 5 che, come unica ipotesi in cui la trasformazione del debito in capitale determini un incremento del netto patrimoniale più che proporzionale rispetto alla posta (passiva) di debito, porta quella, rilevante sul piano meramente economico, dei benefici che potrebbero derivarne in termini finanziari e di redditività del capitale investito.

([315]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 777 che, con specifico riferimento alle azioni prive del diritto di voto o a voto limitato, fa l'ipotesi in cui l'andamento delle quotazioni della società *post*-fusione sia tale da permettere agli obbligazionisti convertendi di vendere le azioni prima dell'inizio del periodo di conversione lucrando la differenza.

La seconda, più problematica, questione concerne la sopravvivenza o meno del diritto di conversione a seguito della scadenza del periodo di convertibilità anticipata.

La soluzione negativa è infatti stata autorevolmente sostenuta([316]), pur nella consapevolezza che in tal modo si consentirebbe all'emittente di modificare unilateralmente una delle condizioni del prestito in deroga all'art. 2415, n. 2, c.c.; ciò argomentando in base al tenore letterale della norma e alla sua genesi storica, dai quali non emergerebbe alcun elemento che possa far pensare ad un periodo di conversione semplicemente aggiuntivo e non sostitutivo, visto che l'art. 2420-*bis*[5] c.c. "non dispone nulla in merito al diritto di conversione di coloro che non si avvalgano della conversione anticipata, né richiede che la società faccia conoscere preventivamente come intende regolarsi nei loro ti"([317]). Tale silenzio normativo viene quindi considerato come indice di una chiara presa di posizione del legislatore in merito ai problemi postisi prima del-

([316]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 466, ma v. ID., *Obbligazioni convertibili e procedimento indiretto*, cit., in cui l'autore modifica il proprio orientamento limitatamente al caso di fusione, in virtù del chiaro tenore letterale dell'art. 2503-*bis* c.c., che impone il riconoscimento di diritti equivalenti agli obbligazionisti che non abbiano esercitato la facoltà di conversione anticipata, v. *infra* nel testo. Nello stesso senso v. BIONE-CALANDRA BUONAURA, *Titoli azionari*, cit., 782; V. COLUSSI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 605; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 120; E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 231. Più recentemente v. anche A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, cit., 1344-1345; M. CANNIZZO, *Tutela degli obbligazionisti durante la pendenza del periodo di conversione*, in *Vita not*., 1992, 1353; B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, Milano, 1999, 230; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 424 ss., il quale, nell'ampio studio dedicato alla problematica in esame, sostiene che convertibilità anticipata e modifica del rapporto di cambio avrebbero entrambe la finalità di tutelare sia gli obbligazionisti sia gli azionisti, mantenendo immutata la relazione quantitativa tra il capitale sociale ed il capitale a servizio della conversione, che esprime la proporzione tra la partecipazione al capitale riservata agli obbligazionisti e quelle che gli azionisti dovranno conservare a seguito della conversione. E' quindi sulla base di tale considerazione che l'autore esclude la possibilità di sopravvivenza del diritto di conversione anticipata, nel caso in cui il rapporto non venga modificato dall'operazione legittimante, giacché altrimenti la stessa conversione lo altererebbe. Modificazione che si verificherebbe poi solo in caso di diminuzione del numero di azioni, poiché l'obbligazionista, sulla base del prefissato rapporto di cambio, otterrebbe una frazione di capitale maggiore di quella originariamente convenuta. Ciò invece non accadrebbe in caso di riduzione attuata mediante riduzione del valore nominale delle azioni in circolazioni, in cui sarebbe sufficiente modificare il rapporto di cambio per mantenere invariato il rapporto di forze.

([317]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *op. ult. cit.*, *loc. ult. cit.*.

la riforma del 1974 in merito alla riduzione reale del capitale sociale e alla fusione per incorporazione dell'emittente([318]).

La opzione ermeneutica appena esposta è però stata sottoposta a convincente critica da chi ha fatto correttamente notare come la soluzione adottata dal legislatore sia frutto di una libera scelta - nell'ambito di un ampio ventaglio di modelli di soluzione del conflitto a disposizione - giustificata unicamente dall'esigenza di contemperare libertà decisionale dell'emittente e protezione del diritto di conversione e come da tale presa di posizione non sia possibile desumere la possibilità di una soppressione unilaterale del diritto stesso([319]).

Posizione, quest'ultima, che sembrerebbe ormai implicitamente confermata dal legislatore che con l'art. 2503-*bis* c.c., ha posto l'obbligo per la società emittente di assegnare agli obbligazionisti diritti "equivalenti"([320]). Occorre però non farsi tentare dall'individuare nella norma in esame un'implicita conferma della tesi favorevole alla sopravvivenza del diritto di conversione; essa, infatti, potrebbe essere stata dettata in ragione della particolarità della fattispecie e, più in particolare, al fine di fugare ogni dubbio in merito al fatto che le delibere di fusione e scissione si limitano a pregiudicare e non provocano l'estinzione del diritto di conversione([321]).

([318]) Su cui v. ampiamente P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 144 *ss*. e 152 *ss*..

([319]) Cfr. già R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 178. In senso analogo v. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 40 nt. 76; ID., *Obbligazioni convertibili*, cit., 268, che assegna decisivo rilievo al fatto che la lettera dell'art. 2420-*bis*[5] c.c. utilizzi il termine "facoltà", quando però il diritto di conversione è sempre facoltativo, v. in tal senso G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 195 nt. 132; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 209; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 79 ss. e l'ampia indagine comparatistica *ivi* compiuta; FERRARA JR. – CORSI, *Gli imprenditori*, CIT., 834; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 33; G. LAURINI, *La scissione di società*, in *Riv. dir. impr.*, 1992, 33; P. MARCHETTI, *Appunti*, cit., 25; L. PISANI, *Scissione*, cit., 385; DE LUCA, STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni*, cit., 827; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 127 nt. 30; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 127.

([320]) Cfr. in tal senso la stessa relazione ministeriale al d.lgs. 22/ 1991, all'art. 11, ove si legge "si è inteso così risolvere in senso positivo la dibattuta questione se il possessore di obbligazioni convertibili, che non abbia esercitato il diritto di conversione prima della fusione, conservi tale diritto anche dopo che la fusione è avvenuta". S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 781; G. LAURINI, *La* scissione, cit., 33; P. MARCHETTI, *Appunti*, cit., 25; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 433; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 127 nt. 30.

([321]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 197.

*Segue. La portata normativa dell'obbligo posto dall'art. 2503-*bis[2] *c.c. di attribuire "diritti equivalenti" in caso di mancata approvazione da parte dell'assemblea speciale.*

Come già si è avuto modo di accennare, molteplici sono stati gli autori che hanno intravisto nella disposizione dell'art. 2503-*bis*[2] c.c. in tema di "diritti equivalenti", un vero e proprio eccesso di portata precettiva tale da fondare l'esistenza di un principio generale in tema di operazioni straordinarie e tutela dei portatori di titoli diversi dalle azioni([322]). Si è però di contro osservato che la lettera delle due norme dell'art. 2503-*bis*[2] e dell'art. 2420-*bis*[4] c.c., con previsione solo nella prima della necessità di assicurare "diritti equivalenti", confermerebbe che nelle delibere previste dalla seconda la tutela dei possessori di obbligazioni convertibili si esaurirebbe nella concessione di un periodo di conversione anticipata([323]). L'obiezione non sembra cogliere nel segno, dato che, come si è avuto modo di notare, le operazioni per le quali è prevista la convertibilità anticipata non comportano, se correttamente attuate, alcun danno diretto al valore economico del diritto di conversione, non richiedendosi pertanto l'attribuzione di alcun "diritto equivalente".

Segue. Tra metodo del voto e metodo dell'equivalenza dei diritti.

Ultima questione che è necessario affrontare in tema di fusione, attuale però anche per la scissione in forza dell'applicabilità dell'art. 2503-*bis* c.c. anche a tale operazione, riguarda il reciproco rapporto tra metodo di tutela "assembleare", consistente nella approvazione della "modificazione dei diritti" da parte dell'assemblea speciale, e metodo consistente nell'attribuzione di "diritti equivalenti", entrambi previsti dalla norma in questione. Si è dato conto di come la disposizione in parola, nella sua formulazione letterale, consideri il metodo principale, da applicarsi in prima battuta, quello "dell'equivalenza dei diritti", cui sarebbe possibile per la società emittente sostituire quello "assembleare", ottenendo un'approvazione da parte dell'assemblea speciale all'uopo convocata.

([322]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 176; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 35 nt. 40; P. MARCHETTI, *Appunti*, cit. 26; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 310; ; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 30.

([323]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni convertibili*, cit., 304; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 433.

Rileva a tal proposito la lettera dell'art. 15 della dir. 78/855/CE e dell'art. 13 della dir. 82/891/CEE, in base ai quali "I portatori di titoli diversi dalle azioni, forniti di diritti speciali, devono beneficiare, nella società incorporante/nelle società beneficiarie contro le quali tali titoli possono essere opposti conformemente al progetto di scissione, di diritti almeno equivalenti a quelli di cui beneficiavano nella società incorporata/scissa, a meno che la modifica dei loro diritti sia stata approvata da una assemblea dei portatori di detti titoli, se la legislazione nazionale prevede questa assemblea, oppure dai singoli portatori di detti titoli, o anche a meno che tali portatori abbiano il diritto di ottenere il riscatto dei loro titoli".

Sin dalla redazione della norma di rango comunitario l'approvazione da parte dell'assemblea dei portatori dei titoli diversi dalle azioni – e non solo dei portatori di obbligazioni convertibili – è così prevista come metodo di tutela *alternativo* al quello "dell'equivalenza dei diritti" la cui applicazione dipende però unicamente da una scelta della società emittente, che decide di sottoporvi([324]) la riuscita dell'operazione.

La considerazione appena esposta assume, nell'ottica di una futura ricerca sommariamente esposta in premessa, particolare rilevanza in merito alla connessa e discussa problematica concernente l'individuazione del perimetro di competenza dell'assemblea speciale e se, in particolare, essa competenza sussista anche là dove la legge preveda un particolare metodo di tutela (convertibilità anticipata, diritto di opzione, adeguamento del rapporto di cambio).

1.5.3. *L'adeguamento del rapporto di cambio*.

1.5.3.1. *Riduzione del capitale per perdite*.

L'art. 2413[2] c.c. dispone che in caso di riduzione del capitale obbligatoria([325]) o di riduzione delle riserve per perdite, gli utili non possono più essere distribuiti sino a quando non venga ripristinato l'originario rapporto di ½ tra

([324]) Si utilizza volutamente un termine generico per non entrare nella questione, non oggetto di indagine in questa sede, circa la refluenza della mancata approvazione da parte dell'assemblea speciale sulla deliberazione dell'assemblea generale.

([325]) E' da ritenersi che la disposizione si applichi anche in caso di riduzione facoltativa *ex* art. 2446[1] c.c. per perdite inferiori al terzo del capitale, sebbene la norma consideri espressamente la sola riduzione obbligatoria *ex* art. 2446[2] c.c., v. sul punto G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 186 e riferimenti bibliografici alla nt. 101; A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 283.

capitale e riserve da un lato e ammontare del prestito obbligazionario dall'altro previsto per l'emissione. In sostanza, seppure in questo caso la violazione del rapporto consegue ad un evento indipendente dalla volontà della società emittente, la norma impone un meccanismo di adattamento progressivo che gradualmente permette una ricostituzione del medesimo([326]).

La disposizione dell'art. 2413 c.c., come accennato, sin dal 2012 non si applica più alle obbligazioni convertibili, con riferimento alle quali la riduzione del capitale per perdite – sia obbligatoria sia facoltativa([327]) - determina invece l'automatica modificazione del rapporto di cambio ai sensi dell'art. 2420-*bis*[5] c.c., sicché il valore nominale delle azioni offerte in conversione dovrà essere ridotto proporzionalmente alle perdite subite dagli azionisti, con la conseguenza che in presenza di perdite che azzerino completamente il capitale anche il rapporto di cambio sarà azzerato. Si pone a questo punto il problema se tale azzeramento determini o meno l'estinzione del diritto di conversione. In caso negativo, infatti, resterebbe fermo il diritto di opzione degli obbligazionisti convertibili in occasione di una deliberata ricostituzione del medesimo mediante aumento a pagamento. La dottrina è però unanime nell'escludere la sopravvivenza del diritto di conversione([328]).

Problematica è la sorte degli obbligazionisti così privati del diritto di conversione, è però certo che, come è stato acutamente osservato, non si vede come un'obbligazionista che abbia già visto "completamente bruciato" il valore del

([326]) Cfr. sul punto V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 729; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 264.

([327]) Cfr. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 245; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 170; ID., *Delle obbligazioni*, cit., 264; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 186; E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 939 nt. 29. In senso contrario v. invece A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, cit., 1339, che ritiene che l'adeguamento del rapporto di cambio si applichi al solo caso di riduzione obbligatoria, argomentando in base ad una interpretazione letterale della norma, che espressamente prevede il solo caso di *riduzione* del capitale.

([328]) Cfr. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 240; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 464; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 266; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 188; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 142; L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 849; A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 282; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 33; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 255; M. SANDULLI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 114.

proprio diritto di conversione possa assumersi la decisione di effettuare un nuovo investimento di rischio nell'emittente([329]).

Esclusa la degradazione in azionisti ordinari, si ritiene da parte di alcuni che debba esser loro riconosciuto il diritto di opzione anche sulla ricostituzione del capitale sociale([330]).

Ciò sulla base di una pluralità di argomenti di natura sistematica. Si è infatti sostenuto che il venir meno del titolo sottostante non potrebbe di per sé comportare un'automatica degradazione dell'obbligazione al rango ordinario([331]), o anche che lo *status* di obbligazionista convertibile, e quindi la sussistenza del diritto di conversione, permane nella sua interezza finché anche uno solo dei diritti che lo caratterizzano possa essere esercitato([332]). Si è poi aggiunto che, giacché in caso di aumento a pagamento il diritto di opzione è riconosciuto dall'art. 2441 c.c. agli obbligazionisti convertibili a prescindere dall'effettivo esercizio del diritto di conversione, esso troverebbe in via generale il suo unico "presupposto di legittimazione" nella sottoscrizione delle obbligazioni medesime([333]). Nessun problema, sempre ad opinione dei fautori della tesi affermativa, desterebbe poi il fatto che il rapporto di cambio si sia ridotto a zero per effetto del venir meno del capitale sociale, ossia di uno dei termini del rapporto medesimo; anche gli azionisti, si è detto, nella medesima situazione si trovano a possedere delle azioni di nessun valore, ciò nondimeno non si esita a riconoscere loro il diritto di opzione([334]).

Tali conclusioni, sulla scia delle argomentazioni addotte da attenta dottrina([335]), non possono essere condivise. In primo luogo, assolutamente persuasivo appare l'argomento letterale in base al quale il diritto di opzione è riconosciuto dall'art. 2441 c.c. esclusivamente ai soci *attuali*, i quali sono tali anche a seguito

---

([329]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 189.

([330]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *loc. ult. cit.*; P. CASELLA, *loc. ult. cit.*; R. CAVALLO BORGIA, *loc. ult. cit.*; L. GERACI, *loc. ult. cit.*; NOBILI-VITALE, *loc. ult. cit.*

([331]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *op. ult. cit.*, *loc. ult. cit.*.

([332]) Cfr. L. GERACI, *op. ult. cit.*, *loc. ult. cit.*.

([333]) Cfr. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 242 nt. 136 e 244; per analoghe considerazioni v. BIONE-CALANDRA BUONAURA, *Titoli azionari*, cit., 781; L. GERACI, *op. ult. cit.*, 850.

([334]) Cfr. P. CASELLA, *op. ult. cit.*, 244; BIONE-CALANDRA BUONAURA, *op. ult. cit.*, *loc. ult. cit.*.

([335]) V. per un'accurata sintesi ricostruttiva, G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 190-191.

dell'azzeramento del capitale sociale, ed ai portatori di obbligazioni con diritto di conversione *attuale*, tale invece non essendo quello conseguente all'azzeramento del capitale sociale([336]).

In secondo luogo, ed andando ad anticipare quanto si osserverà *infra* con maggior ampiezza([337]), dirimente ai fini della risoluzione della questione interpretativa è la comprensione dell'effettivo scopo perseguito dal riconoscimento dell'adeguamento del rapporto di cambio, che ha l'unica funzione di evitare: *da un lato* che il valore del diritto di conversione sia ingiustamente sacrificato; *dall'altro lato* che l'obbligazionista-potenziale azionista in sede di conversione possa indebitamente avvantaggiarsi acquistando una quota di capitale proporzionalmente maggiore rispetto a quella che avrebbe acquistato al momento della sottoscrizione delle obbligazioni convertibili([338]). Se allora l'interesse protetto in positivo dall'adeguamento del rapporto di cambio è unicamente quello alla conservazione del valore economico, esso non sussiste più a seguito dell'azzeramento del capitale sociale, dato che il titolo acquistabile ormai non ha più alcun valore([339]).

Dubbia è poi la sorte del rapporto di cambio in caso di riduzione obbligatoria e emissione di diverse categorie di obbligazioni convertibili, caratterizzate da differenti regimi di partecipazione alle perdite. Si ritiene preferibile

---

([336]) E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 935; M. SANDULLI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 115.

([337]) V. *infra* il § 1.5.3.3.

([338]) Non può quindi essere condivisa quella minoritaria seppur autorevole tesi che individuava la *ratio* dell'art. 2420-*bis*[5] c.c. nell'esigenza di tenere in ogni caso indenne dalle perdite subite dall'emittente in pendenza del periodo di conversione, cfr. G. FERRI, *La riforma*, cit., 4 *ss.*; analogamente v. E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 229; G. VALCAVI, *Modifica del rapporto di cambio*, cit.; ID., *Sul problema concernente la modifica del rapporto di cambio nella conversione delle obbligazioni convertibili in azioni, dopo la riduzione del capitale per perdite ai sensi dell'art. 2420* bis*, comma 6°, codice civile*, in *Dir. fall.*, 2001, I, 102 *ss.*.

([339]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 192, che rileva come il parallelo spesso evocato tra la posizione del socio e quella dell'obbligazionista in caso di azzeramento del capitale sia fallace, dato che "in termini impressionistici nessun dubbio, infatti, che il primo conservi il suo «*status*» di socio, ma nessun dubbio, altresì, che il secondo perda il suo «*status*» di socio «potenziale»", non essendovi pertanto ragione, "allorchè si voglia procedere alla reintegrazione del capitale … per attribuire il diritto di opzione, in concorso con i soci, ai possessori di obbligazioni non più convertibili, che non sono titolari di alcun interesse meritevole di tutela con riferimento all'operazione in questione".

quell'orientamento che sostiene l'impossibilità di modificare indiscriminatamente il rapporto, potendosi procedere solo se le azioni oggetto di conversione risultino intaccate dalle perdite medesime([340]).

1.5.3.2. *Aumento gratuito del capitale*.

Per l'aumento gratuito di capitale([341]) l'art. 2420-bis[5] c.c., analogamente a quanto previsto per la riduzione per perdite, prevede l'adeguamento del rapporto di cambio, che in quest'ipotesi opererà in positivo([342]). E' poi agevole constatare come l'utilità concessa agli obbligazionisti a danno degli azionisti, che si vedono sottratta una parte di partecipazione sociale, è in realtà soltanto eventuale([343]) in quanto dipende dall'esercizio del diritto di conversione; ove esso non sia esercitato la preferenza accordata ai vecchi azionisti sulle riserve si riespande automaticamente([344]).

Se l'aumento è realizzato mediante emissione di nuove azioni, ad essere aumentato sarà il numero delle azioni da attribuire in conversione, fermo il loro valore nominale.

([340]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 274; G. DOMENICHINI, Le obbligazioni convertibili, cit., 187; L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 847; D. LAMBERTI, *Obbligazioni* convertibili, cit., 33 *ss*.; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 255.

Contra v. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 464; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 245 nt. 138; nt. 24; E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 941; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Obbligazioni convertibili*, cit., 139; F. TEDESCHI, *Obbligazioni convertibili, azzeramento e reintegrazione del capitale*, in *Giur. comm*., 1981, I, 189 *ss*., 196.

([341]) Realizzato sia mediante aumento del valore nominale delle azioni già in circolazione sia mediante attribuzione ai soci di azioni gratuite per un valore corrispondente alle riserve trasferite a capitale, cfr. sul punto A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 280 nt. 75, che rileva come l'art. 2420-*bis*[5] c.c., probabilmente per un difetto di coordinamento, non prevede il caso in cui l'aumento sia realizzato mediante imputazione di altri fondi disponibili, diversi dalle riserve, iscritti a bilancio, così come attualmente consentito dall'art. 2442[1] c.c., cui pertanto ritiene giustamente applicabile la disciplina in esame.

([342]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 458 *ss*.; M. CANNIZZO, *Tutela degli obbligazionisti*, cit.,1347 *ss*., in part. 1350; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 258-259; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 175; A. MORANO, *Obbligazioni convertibili e aumento gratuito del capitale*, in *Società*, 1992, 1037 *ss*.. Contrario al rimedio in esame era G. FERRI, *Le società*, cit., 518; ID., *La riforma*, cit., 23, che reputava più adeguato il riconoscimento del diritto straordinario di conversione, come previsto nel progetto di regolamento sulla s.p.a. europea.

([343]) Non sembra tener conto di tale circostanza M. CERA, *Il passaggio*, cit., 241 *ss*..

([344]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 179.

Se invece l'operazione è realizzata mediante aumento del valore nominale delle azioni già in circolazione, a fronte di un'opinione largamente maggioritaria che considera anche in questo caso necessitato l'adeguamento del rapporto di cambio([345]), evidentemente inteso come rapporto tra valori, è stato sostenuto che l'automatico aumentare del valore delle azioni da attribuire in conversione renderebbe non necessaria una modifica del valore numerico del rapporto di cambio in sé considerato([346]). Tale considerazione è però stata criticata sotto un duplice ordine di ragioni: in primo luogo, così facendo si andrebbe a ledere la regola imperativa dell'uguaglianza del valore nominale delle azioni; in secondo luogo, essa si sostanzierebbe in un'inammissibile modifica unilaterale del rapporto di conversione, inteso per l'appunto come rapporto tra valori, da parte della società emittente. L'apparente invarianza del rapporto di cambio è quindi il frutto di un duplice ordine di operazioni: una prima, consistente nell'adeguamento direttamente proporzionale del rapporto così come imposto dall'art. 2420-*bis*[6] c.c.; una seconda, non imposta dalla norma appena citata ma dall'esigenza di mantenere inalterato il valore nominale delle azioni e di preservare i vincoli derivanti dal patto di conversione, consistente nel ricalcolo del numero delle azioni in maniera questa volte inversamente proporzionale rispetto al mutato valore nominale delle medesime([347]).

Secondo una prima impostazione, l'operatività del rimedio dovrebbe essere assicurata accantonando una parte di aumento di capitale in favore degli obbligazionisti i quali ne potranno usufruire nel momento in cui si avvarranno del diritto di conversione([348]). Il che potrà realizzarsi mediante la tecnica del c.d.

([345]) Cfr. BIONE-CALANDRA BUONAURA, *Titoli azionari*, cit., 780; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 163; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 247; M. CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Giuffrè, Milano, 1988, 239; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 131; P. MARCHETTI, *Problemi*, cit., 73.

([346]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 52.

([347]) Cfr. ampiamente già E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 928 *ss.*; v. inoltre ampiamente G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 176 *ss.*, che argomenta anche riferendosi all'esempio del frazionamento e raggruppamento di azioni che determinano, rispettivamente, una riduzione e un aumento del valore nominale delle azioni che, se non corretto, comporterebbe che gli obbligazionisti convertibili otterrebbero azioni costituenti una frazione o un multiplo della originaria misura convenuta all'atto della sottoscrizione.

([348]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 55 *ss.*; ID., *Obbligazioni convertibili*, cit., 272; M. CERA, *Il passaggio*, cit., 242.

"doppio aumento" o secondo quella del c.d. "aumento in parte accantonato". La prima, utilizzabile solo qualora il rapporto di cambio azioni/obbligazioni sia tale che le azioni risultino emesse con sovrapprezzo sufficiente a coprire l'aumento della quota di capitale a servizio, consiste nel formare la riserva solo in coincidenza dell'esercizio del diritto di conversione, per poi subito imputarla a capitale. La seconda tecnica, indubbiamente più semplice, consiste nell'accantonare sin da subito la parte di aumento destinata agli obbligazionisti([349]). Indubbiamente tale metodo, oltre a scontare l'inconveniente, in realtà solo apparente vista la accennata "virtualità" del diritto concesso agli obbligazionisti tramite l'adeguamento, di non garantire la sufficienza dell'accantonamento in conseguenza proprio della modifica del rapporto di cambio, non chiarisce in nessun modo la natura, vincolata o meno, di tale riserva([350]).

Secondo una diversa e preferibile impostazione, che muove da diverse premesse circa la *ratio* della disposizione, la modifica del rapporto di cambio non imporrebbe di riservare una parte dell'aumento gratuito di capitale agli obbligazionisti, giacché esso già di per sé consentirebbe a costoro di acquistare al prezzo inizialmente fissato, e quindi proporzionalmente minore, un maggior numero di azioni o azioni dal valore nominale più elevato di quello originario. Si dovrebbe pertanto solo modificare le condizioni di emissione e rettificare la misura massima dell'aumento di capitale originariamente deliberato a servizio della conversione([351]). Rilevante è però la distinzione a seconda che il prezzo di

([349]) V. sul punto A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, CIT., 1338; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 461, il quale tuttavia non ritiene sempre necessaria la costituzione di una riserva vincolata; DE LUCA, STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 826; F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, cit., 410; ID., *Diritto civile e commerciale*, III, 2, CEDAM, Padova, 2004, 443 *ss*. In giurisprudenza v. la massima della giurisprudenza onoraria del Tribunale di Milano, in *Giur. comm*., 1984, I, 1185.

([350]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 180 nt. 82, che fa presente come essa non chiarisca la sorte dell'aumento di capitale "deliberato ma non eseguito" riservato agli obbligazionisti nel caso di mancato esercizio del diritto di conversione. Sulle conseguenze che la qualificazione di tale riserva come "quasi capitale" o meno può avere nell'ipotesi di perdite successive v. P. MARCHETTI, *Problemi*, cit., 75.

([351]) Cfr. BIONE-CALANDRA BUONAURA, *Titoli azionari*, cit., 780; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 461; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 164 ss.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 181; E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 942; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 132; P. MARCHETTI, *Problemi*, cit., 75 *ss*.; NOBILI-VITALE, *La riforma del-*

sottoscrizione delle obbligazioni sia o meno sufficiente a coprire l'aumentato numero di azioni di compendio (o l'aumentato valore nominale di quelle originarie)([352]). Qualora sia sufficiente o superiore, la differenza a seguito della modifica del rapporto di cambio verrà coperta dal sopraprezzo che in tale modo si verrà a determinare al momento della conversione. Qualora non sia sufficiente, la copertura per la parte mancante dovrà essere attuata mediante altre riserve o fondi disponibili, non immediatamente ma solo in occasione dell'esercizio del diritto di conversione, dovendo le riserve essere *medio tempore* "vincolate" a favore degli obbligazionisti([353]).

1.5.3.3. *Significato dell'adeguamento del rapporto di cambio*.

Analogamente a quanto osservato con riferimento al diritto di opzione, si afferma correntemente che anche l'adeguamento del rapporto di cambio costituisca un sistema di tutela direttamente predisposto a (sola) tutela del valore *economico* del diritto di conversione. Attraverso l'adeguamento del rapporto, infatti, si assicura che l'investimento venga attuato alle medesime condizioni economiche esistenti al momento dell'emissione([354]) giacché, altrimenti, essi verrebbero penalizzati alla stregua di quanto accadrebbe ai soci in caso di aumento di capitale con emissione a favore di terzi a prezzo "zero"([355]).

Sulla base di tali considerazioni è pertanto possibile superare quell'autorevole critica al rimedio prescelto dal legislatore italiano per l'aumento gratuito del capitale, che sconterebbe il difetto di non considerare che

---

le società per azioni, cit., 249 ss.; M. SANDULLI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 113 *ss*.; F. TEDESCHI, *Obbligazioni convertibili,* cit., 189.

([352]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 181-182.

([353]) V. però in senso contrario E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 944, che argomenta in base ad un'inderogabilità assoluta dell'art. 2442 c.c.; nello stesso senso v. A. MORANO, *Obbligazioni convertibili*, cit..

([354]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 174; A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 280; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, cit., 428.

Prima dell'introduzione dell'art. 2420-*bis* c.c. la constatazione in parola era considerata un dato acquisito dalla dottrina, dividendosi gli autori tra chi riteneva la delibera vietata e quindi radicalmente nulla (v. G. DE MARCHI, *Su taluni problemi*, cit., 224 *ss*.; B. VISENTINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 87 *ss*.) e chi invece la ritenevano valida ma fonte di responsabilità nei confronti degli obbligazionisti (v. V. COLUSSI, *Problemi*, cit., 78 *ss*.; A. DE MARTINI, *Profilo giuridico*, cit., 194 *ss*.; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 221 *ss*.).

([355]) Cfr. per tale considerazione G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 174.

"le riserve, anche prima della imputazione, hanno un'incidenza sul contenuto economico dell'azione sulla base del quale il rapporto di cambio è stabilito"([356]), il che avrebbe giustificato l'attribuzione del diritto di conversione anticipata. L'individuazione dello scopo dell'adeguamento del rapporto di cambio nella sola tutela economica del diritto di conversione porta infatti a ritenere che esso sia rimedio necessario ma anche sufficiente, mentre la concessione di un periodo straordinario di convertibilità impedirebbe all'obbligazionista di fruire del vantaggio conseguente ad eventuali aumenti del valore del titolo sottostante.

Di ciò si ha ulteriore contezza considerando le ragioni che hanno indotto il legislatore a prevedere l'adeguamento del rapporto di cambio anche per il caso di riduzione obbligatoria del capitale sociale dell'emittente. Tali ragioni, infatti, non possono essere individuate, come invece molti fanno([357]), nell'esigenza di far partecipare gli obbligazionisti alle perdite subite dalle società o di farli partecipare al rischio di impresa, vista la loro qualifica di "azionisti potenziali". Tenendo a mente che, come più volte rammentato, il valore di conversione delle azioni dipende dal valore delle azioni di compendio, il solo fatto che si verifichino delle perdite fa si che gli obbligazionisti risentano di esse, senza bisogno di alcun meccanismo di aggiustamento([358]).

Al contrario, l'adeguamento ha il solo compito di evitare che la diminuzione del valore (o del numero) delle azioni dell'emittente, senza che il rapporto di cambio venga mutato, vada a vantaggio degli obbligazionisti che, in difetto di tale aggiustamento, avrebbero l'opportunità di acquistare una frazione di capitale sociale maggiore rispetto a quella originariamente presa in considerazione all'atto dell'emissione del prestito([359]). Anche con un ragionamento *a contrariis* è quindi confermata la già proposta affermazione secondo la quale scopo della disciplina è unicamente quello di mantenere intatto il valore economico del diritto di conversione, sia quando ciò avvantaggi gli obbligazionisti convertibili sia quando ciò sia necessario per impedirgli di appropriarsi di eventuali

([356]) Cfr. G. FERRI, *Le società*, cit., 518; in parte seguito da R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 161; M. CERA, *Il passaggio*, cit., 242.

([357]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 167; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 140; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 254.

([358]) V. con grande chiarezza E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 931 e 940.

([359]) V. in tal senso G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 463; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 185; E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 931 *ss*.

plusvalenze insite nel patrimonio della società, ma non evidenziate o evidenziabili in bilancio, nonché degli utili conseguibili dal proseguimento dell'attività di impresa.

1.5.4. *Il diritto di opzione in caso di aumento a pagamento del capitale e di emissione di nuove obbligazioni convertibili*.

Particolarmente controversa in dottrina è la soluzione adottata dal legislatore per le ipotesi di aumento di capitale a pagamento e di emissione di nuove obbligazioni convertibili([360]), con riferimento alle quali l'art. 2441[1] c.c. attribuisce anche ai possessori di obbligazioni convertibili il diritto di opzione in concorso con i soci attuali, sulla base del rapporto di cambio([361]). Il meccanismo di tutela è ipotizzabile sia stato prescelto al fine di permettere agli obbligazionisti convertibili di mantenere inalterata la proporzione della loro futura partecipazione azionaria([362]).

([360]) Cfr. sul punto, antecedentemente al nuovo dettato normativo, App. Firenze, 6 luglio 1979, in *Giur. comm*., 1980, II, 438 *ss*., con nota di R. PEDANI, *Secondo prestito obbligazionario convertibile in pendenza del primo*; successivamente v. Trib. Napoli, 5 ottobre 1989, in *Società*, 1990, 63.

([361]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, Le obbligazioni, cit., 458 ss.; M. CANNIZZO, *Tutela degli obbligazionisti*, cit., 1347 *ss*.; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 197 ss.; ID., *Delibera di emissione di obbligazioni convertibili, aumento di capitale e omologazione*, in *Giur. comm*., 1977, II, 921 *ss*.; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 220-221 e 254 *ss*.; D. CORAPI, *Obbligazioni convertibili e diritto di opzione*, in *Riv. dir. imp*., 1991, 27 *ss*.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 104 nt. 85 e 159 *ss*.; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 103 ss.; L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 795; G. B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo*, cit., 232; oltre al breve e conciso contributo di F. GRANDE STEVENS, *Il nuovo art. 2441: diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni (o delle obbligazioni convertibili) non optate di società non quotate in borsa*, in *Riv. soc*., 1976, 1188-89; C. SASSO, *I titoli obbligazionari in valuta estera*, CEDAM, Padova, 1977, 104 *ss*..

([362]) V. *infra*. Per una sintesi delle posizioni espresse antecedentemente alla riforma del 1975 v. R. MODICA, *Profili della disciplina*, cit., 61 *ss*.. Una posizione più intransigente considerava nulla ogni deliberazione di aumento del capitale adottata in pendenza del prestito, ritenendo che concretasse una violazione del contratto di opzione di partecipazione sociale, cfr. G. DE MARCHI, *Su taluni problemi*, cit., 225; G. FRÉ, *Società per azioni*, cit., 568; I. A. SANTANGELO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 284. Altra parte della dottrina aveva proposto quale metodo di tutela l'adattamento del rapporto di cambio, cfr. V. COLUSSI, *Problemi*, cit., 80; G. SCORZA, *Le obbligazioni*, cit., 225 *ss*.; B. VISENTINI, *Le obbligazioni*, cit., 89, il quale riteneva che ciò fosse possibile solo nel caso in cui l'emittente si fosse riservato la possibilità di effettuare nuovi aumenti, altrimenti operando la nullità. Altri avevano proposto di riservare a coloro che avessero esercitato il diritto di conversione una quota proporzionale delle nuove azioni emesse, v. G. SCORZA, *op. cit*., 226 *ss*., secondo un sistema analogo a quello, ampiamente collaudato in occasione di procedimenti di

Gli è però che tutte le considerazioni che si esporranno a fini di completezza della ricerca sono probabilmente destinate a essere superate da una sentenza della Corte di Giustizia, resa ormai nel 2008([363]), con la quale sono state considerate incompatibili con il diritto comunitario le disposizioni di cui agli artt. 158[1] e 293[2] della LSA (*Ley de Sociedades Anònimas*), espressamente disegnate sul modello italiano dell'art. 2441 c.c.([364]), sicché, come correttamente osservato([365]), il giudizio sull'inadempienza non può che ribaltarsi anche sul nostro paese. Più in particolare, il riconoscimento anche agli obbligazionisti convertibili del diritto di opzione in caso di aumenti di capitale a pagamento contraste-

---

emissione indiretti, delle cc.dd. "gestioni separate", su cui v. T. ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1959, 8; V. BUONOCORE, «*L'épreuve prénuptiale*», cit., 283 *ss.*; A. GRAZIANI, *Le obbligazioni I.R.I.*, cit.; A. PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciale*, cit., 888 *ss.*. Si riteneva invece incompatibile con la lettera dell'art. 2441 c.c. l'attribuzione di un diritto di opzione agli obbligazionisti, v. G. SCORZA, *op. cit.*, 229, ma v. B. VISENTINI, *op. cit.*, 144, che prospettava tale soluzione *de iure condendo*. Per un *excursus* delle posizioni assunte in materia dai vari progetti di riforma v. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 45.

([363]) Cfr. CGCE, decisione del 18 dicembre 2008, resa nel procedimento C 338/06, in *Raccolta*, I, 10139 ss., disponibile al sito http://eur-lex.europa.eu/. V. inoltre il commento di R. WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 339 *ss.*; v. anche SARALE-RIVARO, *Le obbligazioni*, in AA.VV., *Le nuove spa*, III, Zanichelli, Bologna, 2013, 203 *ss.*, in part. 307-308. V. inoltre F. J. ALONSO ESPINOSA, *Comentarios a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones*, in *Derecho de sociedades*, 2009, 133 *ss.*; J. B. FAYOS FEBRER, *Obligaciones convertibles y derecho de preferencia a la luz de la última reforma societaria y de la jurisprudencia comunitaria*, in *Revista de derecho mercantil*, 2009, 483 *ss.*; K. GRECHENIG, *Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights? - The European Infringement Proceeding against Spain (C-338/06)*, in *Eur. Company and Fin. Law Rev.*, 2007, 571 *ss.*; D. HAMANN, *Iura novit Curia and the Principle of Equal Treatment of Shareholders*, in *Eur. Law Reporter*, 2009, 152 *ss.*; A. F. MUÑOZ PÉREZ, *Comentarios a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones. La segunda directiva comunitaria sobre el capital de la sociedad anónima y el derecho de suscripción preferente en la LSA*, in *Derecho de sociedades*, 2009, 151 *ss.*; A. RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, *El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 2009, 1469 *ss.*; A. TAPIA HERMIDA, *La supresión de derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas y una cuestionable modificación legal (Comentario a la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, Sala Primera, de 18 de diciembre de 2008, asunto C-338/06, Comisión de las Comunidades contra Reino de España)*, in *Derecho de sociedades*, 2010, 237 *ss.*.

([364]) V. sul punto J. B. FAYOS FEBRER, *Obligaciones convertibles*, cit., 489 e 533.

([365]) Cfr. R. WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 340.

rebbe con l'art. 29[1] della Seconda direttiva in materia societaria (77/91/CEE), ai sensi del quale "Nel caso di aumento di capitale sottoscritto mediante conferimenti in denaro, le azioni devono essere offerte in opzione agli azionisti in proporzione della quota di capitale rappresentata dalle loro azioni". La disposizione si applica, ai sensi dell'art. 29[6], "all'emissione di tutti i titoli convertibili in azioni o forniti di un diritto di sottoscrizione di azioni, ma non alla conversione di tali titoli né all'esercizio del diritto di sottoscrizione". Sulla base di questo quadro normativo la Corte di Giustizia, confermando il proprio orientamento in merito alla finalità perseguita dalla direttiva di protezione degli azionisti dall'annacquamento delle loro partecipazioni([366]), ha considerato "evidente che la realizzazione di tale obiettivo risulterebbe compromessa se tali nuovi titoli potessero essere parimenti offerti in opzione ad una categoria di acquirenti diversa da quella degli azionisti, vale a dire i detentori di obbligazioni convertibili in azioni"([367]).

Ciò nonostante, anche se è plausibile ritenere sussistente un obbligo di interpretazione conforme in senso abrogativo della disposizione *in parte qua*, si ritiene opportuno analizzare le numerose e complesse questioni che essa ha nel tempo sollevato, quantomeno al fine di trarre delle conclusioni di ordine più generale in merito al tema della presente ricerca. Resta inteso che un'eventuale deliberazione dell'assemblea ordinaria che riconoscesse il diritto di opzione non solo alle azioni già emesse ma anche alle obbligazioni convertibili circolanti legittimerebbe i soci attuali a chiedere la dichiarazione di nullità per illiceità

([366]) Cfr. CGCE, decisione del 18 dicembre 2008, cit., § 43, che richiama la c.d. "Sentenza Siemens", CGCE, decisione del 19 novembre 1996, resa nella causa C-42/95, in *Raccolta*, 1996, I, 6017 *ss*., anche in *Società*, 1997, 357 *ss*.. V. per i commenti H. DRINKUTH, *Die Vereinbarkeit der deutschen Rechtsprechung zum Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluß bei Kapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften mit der Zweiten Richtlinie im Europäischen Gesellschaftsrecht*, in *Internationales Steuerrecht*, 1997, 312 *ss*.; HAYBÄCK - URLESBERGER, *Bezugsrechtsausschluß bei der EG: Keine Sperrwirkung der 2. KapitalRL nach dem EuGH-Urteil Siemens/Nold*, in *Wirtschaftsrechtliche Blätter*, 1997, 97 *ss*.; P. KINDLER, *ECLR. Bezugsrechtsausschluß und unternehmerisches Ermessen nach deutschem und europäischem Rech*t, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1998, 35 *ss*.; D. VÁZQUEZ ALBERT, *El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario - A propósito de las sentencias del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 19 de noviembre de 1996 y del Tribunal Supremo Alemán de 23 de junio de 1997 en el caso Siemens*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 1998, 1691 *ss*..
([367]) CGCE, decisione del 18 dicembre 2008, cit., § 46.

dell'oggetto *ex* art. 2379 c.c., seppur nei brevi termini di cui all'art. 2379-*ter* c.c.([368]).

Prescindendo poi dalla questione – che esula in radice dagli scopi della presente trattazione - se identico diritto di opzione spettasse agli azionisti ordinari in relazione alle azioni da emettersi in sede di conversione([369]), ciò che interessa rilevare è che, come da più parti osservato, la tutela accordata dal diritto di opzione poteva in molti casi rivelarsi più apparente che effettiva, giacché esso poteva sempre essere escluso o limitato *ex* art. 2441[6] c.c., qualora "l'interesse

---

([368]) Cfr. R. WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 343 *ss.*, che ipotizza vari metodi come possibili forme di compensazione degli interessi degli obbligazionisti convertibili che abbiano sottoscritto confidando nell'attribuzione del diritto di opzione, escludendo in radice sia la possibilità di concedere un periodo di convertibilità anticipata sia di intervenire sul rapporto di cambio, giacché "la stessa alternatività tra i due rimedi già rende esitanti su quale invocare per sopperire alle esigenze di un caso "simile" bisognoso di disciplina". In primo luogo l'emittente potrebbe pertanto ridurre parzialmente il diritto di opzione in capo agli azionisti, al fine di perseguire *ex* art. 2441[5] c.c. l'interesse della società a conservare la nomea di società affidabile. In secondo luogo i futuri aumenti di capitale potrebbero essere offerti ai soci con sovrapprezzo *ex* art. 2441[6] c.c., come se fossero destinati ad altri soggetti, così proteggendo le obbligazioni convertibili almeno "dall'annacquamento del valore economico delle azioni ottenibili in cambio, mentre non lo sarebbero rispetto alla percentuale raggiungibile sul totale delle azioni emesse" (*ivi*), il che, come si vedrà a breve (v. *infra* il § seguente), è perfettamente compatibile con la *ratio* della disciplina. In terzo luogo, se il diritto di opzione fosse stato menzionato nel regolamento del prestito, "si potrebbe affermare che la fonte legale si sia mutata in fonte contrattuale, cioè che l'impegno a comprimere l'entità della preferenza spettante agli azionisti già sia stato volontariamente assunto e quindi debba esser rispettato", analogamente ad altre esperienze e a quanto accadeva in Italia prima del 1974, quando i regolamenti prevedevano dettagliate clausole anti-diluizione (*ivi*).

([369]) La dottrina prima della riforma era quasi unanimemente orientata nel senso che il diritto di opzione dei soci dovesse necessariamente essere escluso, altrimenti vanificandosi lo scopo economico dell'operazione, cfr. A. DE MARTINI, *Profilo giuridico*, cit., 524; G. DE MARCHI, *Su taluni problemi*, cit., 212; G. MINERVINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 531; in senso parzialmente diverso v. V. COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili*, cit., 62, che addirittura riteneva che l'esclusione fosse "implicita" nella delibera di emissione.

La soluzione fu sposata anche in giurisprudenza, v. App. Milano, 30 aprile 1971, in *Giur. it.*, 1972, I, 2, 9.

Successivamente alla riforma del 1974 la mancanza di un'espressa previsione testuale non ha del tutto sopito il dibattito, v. V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 718 e R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 233-234, che parlano di prescrizione implicita; v. inoltre P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 178 *ss.*, che propone di argomentare l'esclusione da una considerazione del conferimento effettuato dall'obbligazionista convertendo come in natura.

della società lo esig[esse]"([370]). Si è però a questo punto posto il problema se la deliberazione di esclusione dovesse essere approvata dall'assemblea degli obbligazionisti, risolto in senso negativo dalla dottrina prevalente sulla base della considerazione che la decisione circa l'individuazione dell'interesse attuale della società che legittima la decisione di esclusione spetta esclusivamente ai soci attuali([371]).

([370]) Cfr. già R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 235; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 459; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 159; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 81 *ss*.; L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 816 *ss*.. In senso contrario v. RIVOLTA G.C.M., *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nelle società per azioni*, in *Riv*. *dir*. *civ*., 1975, I, 517 *ss*., in part. 542-543, che però si pone il problema se sia ammissibile in radice escludere il diritto di opzione sulle obbligazioni convertibili, a prescindere da chi lo eserciti poi in concreto; analogamente v. M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 271, a giudizio del quale l'art. 2441 c.c., nel consentirne l'esclusione, si riferirebbe esclusivamente al diritto di opzione degli azionisti e non a quello degli obbligazionisti convertibili.

La questione è stata espressamente affrontata dalla CGCE con la ricordata decisione del 18 dicembre 2008, cit., con la quale è stato dichiarato incompatibile con il diritto comunitario il diritto spagnolo là dove, malgrado l'interpretazione sistematica correntemente adottata ammettesse la possibilità di escludere il diritto di opzione anche sulle obbligazioni convertibili, ha statuito che "la piena applicazione del diritto comunitario impone agli Stati membri non solo di conformare le proprie leggi al diritto comunitario, bensì esige anche di farlo mediante disposizioni giuridiche atte a delineare una situazione sufficientemente precisa, chiara e trasparente per consentire ai singoli di conoscere pienamente i loro diritti e di avvalersene dinanzi ai giudizi nazionali" (*ivi*, § 54). Il legislatore spagnolo ha così preso atto e ha disciplinato estesamente la fattispecie all'art. 417 della LSC (*Ley de Sociedades de Capital*, R.D.L. n. 1 del 2 luglio 2010, su cui v. J. SÀNCHEZ CALERO GUILARTE, *Instituciones de Derecho Mercantil*[34], Aranzadi, 2011, 556 *ss*., 839 *ss*..). Per gli effetti della decisione sull'ordinamento italiano R. WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 342-343, in cui espone la necessità di enunciare espressamente nell'art. 2441 c.c. la possibilità per l'assemblea di escludere il diritto di sottoscrizione preferenziale delle obbligazioni convertibili normalmente attribuito agli azionisti.

([371]) Cfr. A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, cit., 1335; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 235 e 257, che in caso di esclusione illecita riteneva applicabili gli ordinari rimedi contrattuali; analogamente v. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 459 *ss*., ove ampi richiami bibliografici; M. CANNIZZO, *Tutela degli obbligazionisti*, cit., 1349; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 166 *ss*., il quale si pone il quesito di quale sia la conseguenza dell'esclusione in sede di regolamento del prestito di ogni richiamo all'art. 2441 c.c., se in particolare ciò possa essere inteso come rinuncia pattizia al potere legale di esclusione, richiamando i principi generali di interpretazione di cui agli artt. 1362 c.c. e *ss*. e, in particolare, quello di interpretazione *contra proferentem* di cui all'art. 1370 c.c.; R. DONNINI, *Tutela del possessore di obbligazioni convertibili*, cit., 684; R. ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Giuffrè, Milano, 1988, 105 *ss*.. In senso favorevole alla competenza dell'assemblea degli obbligazionisti v. R. MODICA, *Profili della discipli-*

L'eventuale esclusione, inoltre, non avrebbe potuto legittimare un'impugnazione degli obbligazionisti lesi ma unicamente un'ordinaria azione contrattuale di inadempimento con conseguente risarcimento del danno eventualmente subito([372]). Come si vedrà, tale azione di inadempimento costituiva anche l'unica forma di tutela di fronte ad un'incongrua determinazione del sopraprezzo *ex* art. 2441[6], ult. periodo, c.c.([373]).

Non sarebbe stato infatti possibile ipotizzare un'azione per far valere l'annullabilità, giacché né i singoli obbligazionisti né il rappresentante comune possono impugnare le delibere assembleari dell'emittente([374]), nè per farne valere la nullità.

A tale ultimo proposito una dottrina aveva proposto di considerare nulla per illiceità dell'oggetto la delibera contenente un'esclusione del diritto di opzione discriminante a danno degli obbligazionisti, giacché l'art. 2441 c.c., attribuendo ad entrambe le categorie lo stesso diritto, non avrebbe autorizzato tale discriminazione([375]). E' stato però convincentemente replicato che la violazione del principio di parità di trattamento può tuttalpiù determinare l'inefficacia([376]) o l'annullabilità della delibera([377]), ma non la sua nullità([378]). La conclusione cui

---

na, cit., 82 *ss*.; M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 270 *ss*.; ID., *La posizione*, cit., 50, che richiamano l'esplicita previsione di siffatta previsione da parte della legge francese, v. *infra* il § 2.3.

([372]) Cfr. A. AUDINO, sub *art. 2420*-bis, cit., 1335; V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 719; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 460; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 171; L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 825; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 387; G. B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo*, cit., 212; R. ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione*, cit., 134. Esclude tale possibilità, non si comprende in base a quale argomentazione, R. MODICA, *Profili della disciplina*, cit., 77.

Si vedrà però a breve come nell'attuale quadro normativo sia quantomeno difficoltoso, anche se non da escludere in linea di principio, ipotizzare che l'esclusione del diritto di opzione possa causare un danno economicamente valutabile agli obbligazionisti convertibili, v. *infra*.

([373]) V. *infra*.

([374]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 514; R. MODICA, *Profili della disciplina*, cit., 79.

([375]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 460 e P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 202 ss; L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 826 *ss*..

([376]) Come noto è la soluzione sostenuta da G. OPPO, *Uguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ*., 1974, I, 651 *ss*..

([377]) Cfr. C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm*., 1987, I, 12 *ss*..

([378]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 257; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 170 ss.; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 371.

si è giunti è del resto del tutto in linea con il non più tanto recente orientamento della Suprema Corte secondo il quale solo la violazione di norme dettate a tutela di interessi generali, che trascendono quelli di un singolo socio o di una categoria di soci, può dar luogo a nullità della deliberazione *ex* art. 2379 c.c., mentre il contrasto con norme, anche cogenti, rivolte alla tutela dell'interesse dei soci o di gruppi di essi – quale è quella in esame - può determinare esclusivamente un'ipotesi di annullabilità o inefficacia([379]).

Non si è poi mancato di far notare come il meccanismo del diritto di opzione imponesse in ogni caso all'obbligazionista che avesse voluto mantenere inalterata la propria futura partecipazione al capitale di compiere una scelta onerosa e dall'esito incerto, ancor prima della scadenza del periodo di conversione e quindi prima di conoscere l'effettiva convenienza insita nell'esercizio del diritto riconosciutogli([380]). A ciò si doveva aggiungere che anche gli azionisti erano particolarmente danneggiati dalla compressione del proprio diritto di opzione a favore di soggetti non azionisti e che anzi avrebbero potuto non divenirlo mai([381]). Deve a tal riguardo essere richiamata una risalente opinione

([379]) V., con riferimento alla violazione del diritto di opzione, Cass., 7 novembre 2008, n. 26842, in *Riv. not*., 2009, II, 468 *ss*., con nota di R. SCUDERI, *Qualificazione dell'invalidità delle delibere assembleari derivante da violazione del diritto di opzione spettante ai soci e presupposti per la relativa legittimazione ad agire*; in *Notariato*, 2009, 262 *ss*., con nota di M. MALVANO, *Limitazione del diritto di opzione in assenza di interesse della società: annullabilità della delibera assembleare*; in *Giur. comm*., 2010, II, 274 *ss*., con nota di A. BENTIVEGNA, *Lesione del diritto di opzione e vizio della delibera di aumento del capitale*.

([380]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 153 ss.; G. COLUSSI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 604; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 161, che ritiene tale imposizione non solo contraria "all'atteggiamento di voluta «attesa» tipico del sottoscrittore di obbligazioni convertibili" ma del tutto non necessaria; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 108; R. MODICA, *Profili della disciplina*, cit., 71.

([381]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 47 e 49 nt. 103 che però sostiene che tale inconveniente avrebbe potuto essere ovviato ritenendo insopprimibile il diritto di opzione dei soci sulle emittende obbligazioni convertibili; V. COLUSSI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 604; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 162-163, che critica la posizione di Bussoletti sopra riportata, facendo notare sia che essa non sia fondata sul dato dell'art. 2441 c.c., sia che essa si regga sul presupposto, largamente improbabile, che le obbligazioni non circolino; R. MODICA, *Profili della disciplina*, cit., 68 *ss*.; G. B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo*, cit., 212. V. sul punto anche R. ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione*, cit., 114 *ss*..

dottrinaria antecedente alla riforma del 1974([382]), poi superata dagli stessi autori che l'avevano prospettata([383]), che, proprio per ovviare alle considerazioni critiche sopra ricordate, proponeva di subordinare la possibilità per gli obbligazionisti convertibili di esercitare il diritto di opzione all'esercizio del diritto di conversione e quindi all'acquisto della qualità di soci.

Al diritto di opzione riconosciuto agli obbligazionisti si riteneva potesse applicarsi anche l'istituto della c.d. "opzione mediata" di cui all'art. 2441[3] c.c.([384]), che regola il destino dei titoli in prima battuta inoptati, effettuando una distinzione tra titoli quotati, che devono essere ricollocati sul mercato, e titoli non quotati, sui quali sussiste un diritto di prelazione da parte degli optanti che ne abbiano fatto (preventiva) richiesta. Tale conclusione in favore di un'interpretazione estensiva della norma era infatti imposta dall'esigenza di rispettare il chiaro volere del legislatore di equiparare, sotto ogni aspetto, la posizione degli obbligazionisti convertibili a quella degli azionisti in ipotesi di aumento del capitale.

In ultimo, nell'ipotesi di pluralità di categorie di azioni, si rendeva necessario coordinare il diritto di opzione, che si riteneva sussistere a prescindere dalla categoria nella quale fosse convertibile l'obbligazione, con l'emissione di nuove azioni di più categorie esistenti non nella stessa proporzione([385]). Veniva

---

([382]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 157; nello stesso senso v. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 47, in part. 50, che proponeva di effettuare un aumento di capitale riservato agli obbligazionisti o di accantonare "una parte proporzionale delle azioni di nuova emissione da riservare alle azioni offerte in conversione" (*ivi*, 51).

([383]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 255-256; M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 270.

([384]) V. in linea generale 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, UTET, Torino, 1976, 4; G. B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo*, cit., 243; R. SORDELLI, *Opzione, prelazione e criteri di ripartizione per nuove azioni rimaste inoptate*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 398 *ss.*, in part. 401 e 407; R. WEIGMANN, *La prelazione sui titoli inoptati*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 608 *ss.*. Con più specifico riferimento alle obbligazioni convertibili v. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 106; L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 812; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 236; ID., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 121 nt. 96.

([385]) Operazione pacificamente ammessa, v. Trib. Milano 26 settembre 1991, in *Giur. Comm.*, 1992, II, 492 *ss.*. In dottrina v. U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, XIII, UTET, Torino, 1985, 100; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 2, tomo 1,

in primo luogo in rilievo il principio in base al quale "le obbligazioni convertibili (sia quali incorporanti l'opzione, sia quali oggetto dell'opzione) vengono in considerazione ... avendo riguardo alle azioni in cui sono convertibili"([386]). Risolutivo era poi il principio desumibile dall'art. 14[6] della l. 216/74, poi trasfuso con alcune innovazioni nell'attuale art. 145[8] T.U.F. in base al quale "salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, in caso di aumento di capitale a pagamento per il quale non sia stato escluso o limitato il diritto di opzione, i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di opzione su azioni di risparmio della stessa categoria ovvero, in mancanza o per la differenza, nell'ordine, su azioni di risparmio di altra categoria, su azioni privilegiate ovvero su azioni rie"([387]). Si è ritenuto infatti che la norma fosse espressione di un principio più ampio in base al quale i portatori di ciascuna categoria di azioni hanno il diritto di esercitare prioritariamente il proprio diritto di opzione su azioni della medesima categoria di quelle possedute([388]).

Si potrebbe però dubitare, a prescindere dell'accennata illegittimità per contrasto con il diritto comunitario dell'intero sistema del diritto di opzione garantita agli obbligazionisti convertibili, che la conclusione appena accennata trovi ancora un solido appiglio nella norma così come modificata a seguito dell'entrata in vigore del T.U.F. che, facendo salva una diversa determinazione dell'autonomia statutaria, la ha degradata a rango dispositivo.

Segue. Significato del diritto di opzione.

Il riconoscimento del diritto di opzione effettuato dall'art. 2441 c.c., come accennato, è stato giustificato da parte della dottrina in base alla considerazione per cui l'interesse degli obbligazionisti non è solo nel senso di veder protetto il

---

UTET, Torino, 1991, 84; M. NOTARI, *art. 145 (Emissione delle azioni)*, in MARCHETTI-BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, II, 1606.

([386]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 165; v. ampiamente sul punto L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 836 ss..

([387]) Su cui da ultimo v. C. F. GIAMPAOLINO, sub *art. 145*, in FRATINI-GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, II, UTET, Torino, 2012, 1912 *ss*..

([388]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 165 e alla nt. 41, che si pone, risolvendolo negativamente, il problema se in mancanza di azioni della medesima categoria sulle quali esercitare il diritto di opzione si configuri o meno un pregiudizio di una delle categorie esistenti; P. MARCHETTI, *Problemi in tema di aumento di capitale*, in AA. VV., *Aumenti e riduzioni di capitale*, a cura del Comitato Regionale Notarile Lombardo, Milano, 1984, 88 *ss*..

loro diritto alternativo di ricevere quanto prestato a titolo di mutuo o di esercitare il diritto di conversione, ma si estende ad un più generale coinvolgimento nell'andamento della società, dal quale dipende, in definitiva, la redditività dell'investimento effettuato.

Le precedenti considerazioni sul recente orientamento della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, alla luce del quale il diritto di opzione degli obbligazionisti convertibili non sembra più aver cittadinanza nel nostro ordinamento, potrebbero essere da alcuni considerate sufficienti ad esimere da un'esposizione del tema, già ampiamente trattato da numerosi ed autorevoli autori. Ciò nondimeno, come accennato, un'indagine delle varie posizioni espresse e una conseguente presa di posizione appare di particolare utilità ai fini di un compiuto svolgimento della linea di ricerca che nelle premesse ci si è risolti a perseguire.

Alcuni autori hanno così sostenuto il diritto di opzione avrebbe assolto alla funzione di assicurare all'obbligazionista, in quanto socio potenziale, *non soltanto* la protezione del valore *economico* del diritto di conversione *in sé e per sé considerato* - inteso come differenza tra il prezzo di sottoscrizione o di acquisto dell'obbligazione convertibile e il valore dell'azione di compendio al momento dell'esercizio del diritto di conversione - *ma anche* la possibilità di mantenere inalterato il valore *amministrativo* del proprio futuro (ed eventuale) peso decisionale in assemblea([389]). Esso avrebbe così assunto un senso anche e soprattutto in funzione, per l'appunto, del futuro – ma non necessario([390]) - esercizio del diritto di conversione.

A favore di tale conclusione si è altresì osservato che l'aumento a pagamento, dal punto di vista pratico, mentre senza dubbio diluisce la quota proporzionale di diritti amministrativi rappresentata dalle azioni di compendio,

---

([389]) In tal senso v., seppur in senso dubitativo, di M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 46; ID., *Obbligazioni convertibili*, cit., 269; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 248; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 160; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 106; S.A. KAPLAN, *Piercing the corporate boilerplate: anti-dilution clauses in convertible securities*, in *Un. Chi. Law Rev.*, 1965, 1 *ss*. in part. 5; D. L. RATNER, *Dilution and anti-dilution: a reply to Professor Kaplan*, in *Un. Chi. Law Rev.*, 1966, 494 *ss*., in part. 496. Un simile approccio ha caratterizzato l'elaborazione della disciplina francese, v., H. HOVASSE, *Les augmentations de capital à souscription conditionelle*, Paris (s.d.), 37 *ss*..

([390]) Cfr. *supra* il § 1.5.4.

non è detto che leda il valore economico del diritto di conversione, dipendendo dal prezzo di emissione delle nuove azioni rispetto al valore di quelle esistenti([391]). Solo in caso di aumento di capitale ad un prezzo di emissione inferiore a quello corrente delle azioni già circolanti il valore del diritto di conversione viene ridotto, perché si riduce il valore complessivo di tutte le azioni([392]).

Gli è però che, come detto, il diritto di opzione avrebbe potuto essere escluso da una deliberazione dell'assemblea generale senza necessità di alcuna deliberazione da parte degli obbligazionisti convertibili. A fronteggiare tale evenienza stava però il chiaro disposto dell'art. 2441[6], ult. periodo, c.c., che in caso di esclusione impone che il prezzo di emissione delle azioni sia determinato, seppur con apprezzabili margini di discrezionalità, "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". La norma costituiva quindi per gli obbligazionisti convertibili – e continua a costituire per gli azionisti - un sufficiente presidio a che non si verificasse una diluzione del valore delle azioni e, quindi, del valore di conversione delle obbligazioni([393]). Nella stessa linea argomentativa si è poi coerentemente affermato che in questo caso, non verificandosi alcun pregiudizio per gli obbligazionisti, fosse da escludersi il loro interesse ad agire in opposizione([394]).

([391]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 160.

([392]) La considerazione è ovvia, v. comunque espressamente R. MODICA, *Profili della disciplina*, cit., 62. Il tutto può essere probabilmente meglio illustrato con un esempio. Si ipotizzi che l'emittente avesse un capitale sociale di 100 e che avesse emesso obbligazioni convertibili per l'acquisto del 10% del capitale. Al momento dell'emissione il capitale era rappresentato da 100 azioni, con valore unitario di 1. Al momento dell'emissione, pertanto, il valore del diritto di conversione era pari a 10. Se, successivamente all'emissione del prestito, la società avesse aumentato il proprio capitale emettendo 100 azioni ad un prezzo unitario di 0,5, il capitale si sarebbe incrementato sino alla misura di 150. Con 200 azioni emesse (100+100), il loro valore nominale unitario sarebbe stato di 0,75 (200/150) e, conseguentemente, il valore nominale del diritto di conversione sarebbe stato *ridotto* da 10 a 7,5, così come il valore amministrativo del diritto di conversione, giacché la quota di capitale sottoscrivibile sarebbe passata passata dal 10% al 5 % (10/200).

([393]) Cfr. con grande chiarezza G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 168 nt. 49 e 169; nello stesso senso v. L. GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 821.

([394]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., *loc. cit.*, che giustamente fa notare come si potrebbe sostenere che in assenza di un interesse sociale il diritto di opzione andrebbe concesso quantomeno per tutelare l'interesse di natura "amministrativa" alla conservazione di una

La determinazione in termini congrui del sopraprezzo finiva quindi per assumere rilevanza centrale nella tutela del valore economico del diritto di opzione nel caso di aumento a pagamento del capitale, così aprendosi il campo alle soluzioni da escogitare per una sua incongrua indicazione. Anche in questo caso, come in quello di illegittima esclusione, e per le medesime ragioni, non si ritiene che la tutela potesse rinvenirsi sul piano dell'impugnazione assembleare, che sia per farne valere la nullità o l'annullabilità([395]), né tantomeno l'inefficacia, trattandosi non di atto che non determina una *disposizione* del diritto di conversione ma un suo mero *pregiudizio*. Unico spazio che sarebbe residuato era quindi quello dell'ordinaria azione di inadempimento contrattuale, discutendosi se nella forma dell'esecuzione in forma specifica, che sembrerebbe però da escludersi, o di risoluzione, sempre fermo il risarcimento dei danni([396]).

Risolutiva ai fini del discorso è però la considerazione per cui, *in ogni caso*, l'esito negativo in termini di valore per gli obbligazionisti convertibili non si sarebbe determinato nel caso di prezzo di emissione delle nuove azioni superiore rispetto a quello originario, realizzandosi in tale evenienza solo una riduzione della quota di capitale sottoscrivibile([397]). Ipotesi, questa, in cui a seguito di

---

quota di capitale sociale, giacché così facendo si reintrodurrebbe la necessità di un'approvazione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti *invece espressamente esclusa dalla lettera della legge.*

([395]) G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 170 nt. 57, nella quale è presa in considerazione, per escludere che possa trovare applicazione al caso in esame, la nota proposta formulata da G. B. PORTALE, *I bilanci straordinari delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1978, 305 *ss.*, in part. 392 *ss.*, là dove, per il caso di bilancio straordinario non vero che abbia indotto la determinazione di un sopraprezzo incongruo, l'autore propone l'impugnazione del medesimo in base all'applicazione analogica dell'art. 1349 c.c...

([396]) Sulle problematiche connesse all'"innesto" dell'azione di responsabilità contrattuale nell'ambito di una vicenda prettamente societaria (quantificazione dei danni, legittimazione ad agire in caso di circolazione dei titoli, ammissione di una tutela in forma specifica) v. *supra* il Cap. I, §§ 2.3, 2.4 e 2.5.

([397]) Sempre riferendosi all'esempio numerico appena esposto, è agevole constatare come se l'aumento di capitale successivo fosse stato effettuato emettendo 100 azioni ad un prezzo unitario di 1,5, il capitale sarebbe stato incrementato sino alla misura di 250. Con 200 azioni emesse, il loro valore nominale sarebbe stato di 1,25 e, conseguentemente, il valore nominale del diritto di conversione sarebbe stato *incrementato* da 10 a 12; in ogni caso si sarebbe ridotto il valore amministrativo del diritto di conversione.

un'esclusione del diritto di opzione a nulla sarebbe valso il correttivo di cui all'art. 2441[6], ult. periodo, c.c..

Alla luce di quanto appena osservato appare allora evidente come il riconoscimento del diritto di opzione non tuteli in nessun modo l'interesse alla conservazione di una quota proporzionale dei diritti amministrativi spettanti alle azioni di compendio, limitandosi unicamente a preservare il valore economico del diritto di conversione([398]).

1.5.5. *I casi non regolati*.

Il legislatore del 2003 ha scelto di mantenere inalterato il campo di applicazione delle disposizioni introdotte nel 1974 alle sole obbligazioni convertibili tramite il procedimento diretto, senza fornire una regolamentazione omnicomprensiva della materia della convertibilità in occasione di operazioni quali, ad esempio, il trasferimento della sede sociale all'estero, il mutamento dell'oggetto sociale e lo scioglimento anticipato([399]).

Tale impostazione, soprattutto all'esito dell'introduzione di un novero di strumenti di finanziamento dell'impresa societaria assai più ampio del passato, potrebbe creare non pochi problemi di incertezza circa il regime ad essi applicabile([400]), analogamente a quanto già in passato è successo per le obbligazioni con *warrant*. E' infatti dato acquisito quello della libertà dell'emittente, nell'ambito del proprio potere di determinazione della propria politica di ge-

([398]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 447, a giudizio del quale il riconoscimento del diritto di opzione è "propriamente rivolto a tutelare in via immediata il valore economico dell'investimento e non una (ancora non esistente) posizione nell'ambito della società"; ampiamente G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 169; F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, CEDAM, Padova, 2004, 410, il quale fa notare come la norma "sventa un possibile inganno della società a danno dei risparmiatori: quello di allettarli con l'emissione di obbligazioni convertibili ad un vantaggioso rapporto di cambio, per poi frustrare, a prestito obbligazionario sottoscritto, le aspettative degli obbligazionisti"; R. MODICA, *Profili della disciplina*, cit., 65; R. ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione*, cit., 118.

([399]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 303; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 43; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 260 ss.. Si potrebbe però sostenere che, almeno per il caso della deliberazione di scioglimento anticipato, essa non sarebbe possibile sino a quando fosse pendente il prestito, v. in tal senso, seppur con riferimento al prestito ordinario, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 325.

([400]) Per simili considerazioni v. A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 259.

stione, di porre in essere qualsiasi modificazione contrattuale([401]). A tal riguardo parte della dottrina, interrogatasi sul punto, ritiene che il mezzo di tutela applicabile ai casi non regolati sia quello di sottoporre l'operazione al vaglio dell'assemblea degli obbligazionisti *ex* art. 2415 c.c.([402]), senza però approfondire più di tanto le ragioni di tale scelta. Altra parte della dottrina nega invece tale possibilità([403]).

Caso a sé stante è quello dell'acquisto di obbligazioni convertibili proprie e dell'applicabilità o meno a tale operazione dei limiti posti dall'art. 2357 c.c., ormai pacificamente esclusa([404]), la cui analisi esula però del campo d'indagine della presente ricerca, giacché non coinvolge esigenze di protezione degli obbligazionisti convertibili.

1.5.5.1 *La trasformazione*.

Particolare interesse ha destato in dottrina il caso, non espressamente regolato, della trasformazione dell'emittente in un tipo non legittimato ad emettere titoli obbligazionari, la cui rilevanza si può apprezzare sol considerando il divieto di cui al precedente art. 2486[3] c.c., che impediva alle s.r.l. di emettere titoli di debito. Problema cui si appaia, come accennato, quello di fusione di s.p.a. per incorporazione in una società di tipo non azionario o, specularmente, di

([401]) Cfr. L. CALVOSA, sub *art. 2420*-bis, CIT., 966; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 470; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 251 *ss*.; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 299; ID., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 198 *ss*.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 225 *ss*.; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 145.

([402]) Cfr. L. CALVOSA, sub *art. 2420*-bis, CIT., 966, che fa sempre salva la possibilità di una conversione anticipata, ove approvata *ex* art. 2415 o prevista dal regolamento di emissione; M. CANNIZZO, *Tutela degli obbligazionisti*, cit., 1356; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 299 ss.; ID., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 203; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 42.

([403]) G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 470; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 228; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 146.

([404]) V. sul punto G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 448; P. PISCITELLO, *L'acquisto di obbligazioni convertibili proprie*, in *Riv. soc*., 1992, 208 *ss*., che all'esercizio del diritto di sottoscrizione ritengono applicabile il regime relativo alla *sottoscrizione* di azioni proprie *ex* art. 2357-*quater* c.c., mentre P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 259 nt. 154; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 255 *ss*.; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 180; G. PIAZZA, *Se la società possa acquistare proprie obbligazioni convertibili in azioni*, in *Contr. impr*., 1987, 781 *ss*., optano per la disciplina in tema di *acquisto* delle medesime.

partecipazione ad una fusione propria in cui la società risultante non sia una s.p.a..

La dottrina e la giurisprudenza che si sono occupate della questione, che si poneva prima del 2003 solo per la fusione omogenea di s.p.a. in s.r.l., sono unanimemente orientate per la soluzione negativa([405]), divergendo poi in ordine alle soluzioni proposte per consentire l'operazione. Secondo alcuni sarebbe stato necessario, alternativamente, estinguere anticipatamente il prestito o consentire un periodo di convertibilità anticipata, sempre a condizione che il tutto fosse approvato dall'assemblea degli obbligazionisti([406]). Altri ancora ritenevano necessaria l'approvazione unanime da parte degli obbligazionisti della conversio-

---

([405]) Cfr., per una sintesi delle opinioni espresse R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 300. V. inoltre G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 437; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 254; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 226; G. NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 431 *ss.*, in part. 463 ss., ove viene criticata la tesi di D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 173 *ss.*, il quale proponeva di ammettere l'operazione nell'ipotesi di riduzione del capitale per perdite obbligatoria *ex* art. 2447 c.c.; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 260. In giurisprudenza v. Trib. Treviso, 9 ottobre 1985, in *Riv. dir. comm.*, 1986, II, 429 *ss.*, con nota di G. FERRI, e in *Società*, 1986, 529 *ss.*; Trib. Prato, 13 febbraio 1987 e App. Firenze, 15 maggio 1987, in *Giur. comm.*, 1988, II, 807 *ss.*.

In giurisprudenza v. Trib. Firenze, 23 giugno 1999, in *Foro tosc.*, 2000, 26 *ss.*, con nota di G. M. MARINAI, *Il prestito obbligazionario: un ostacolo insormontabile alla trasformazione delle società*; Trib. Trieste, 16 gennaio 1982, in Società, 1991, 352, emessa in sede di omologazione, che ha applicato analogicamente l'art. 2331, u.c., c.c., negando la legittimità dell'emissione di un prestito obbligazionario convertibile operato prima dell'iscrizione nel registro delle imprese di una delibera di trasformazione di s.n.c. in s.p.a.; ma soprattutto Cass., 14 febbraio 1995, n. 1574, l'unica decisione edita emessa in sede contenziosa, che ha ritenuto nulla la delibera di trasformazione di s.p.a. in s.r.l. adottata in pendenza di un prestito obbligazionario in *Corr. giur.*, 1995, 696 *ss.*, con nota di F. FRUMIGLI, *Non può chiedersi la conversione in quota di s.r.l. delle obbligazioni emesse da s.p.a. a seguito della sua trasformazione*; in *Giur. it.*, 1995, I, 1, 1660 *ss.*, con nota di N. ABRIANI, *Prestito obbligazionario e limiti "impliciti" alla trasformazione delle società*; in *Giust. civ.*, 1995, I, 1833 ss., con nota di G. VIDIRI, *Emissione di obbligazioni convertibili e trasformazione di società per azioni in società a responsabilità limitata*; in *Giur. comm.*, 1997, II, 279 *ss.*, con nota di A. PASQUINO, *Intrasformabilità della s.p.a. in a.r.l. in pendenza di prestito obbligazionario. Obbligo di preventivo rimborso*.

([406]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 470; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 301; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 42; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 260; antecedentemente alla riforma del 1974 v. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 255; F. PEPE, *Studio sulle fusioni di imprese di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1965, 93; v. però E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 239, che nella seconda ipotesi di convertibilità anticipata non ritiene necessario l'intervento dell'assemblea speciale, analogamente v. R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 204.

ne anticipata e della trasformazione del prestito da convertibile in ordinario([407]), scontrandosi però con la considerazione in base alla quale antecedentemente alla riforma del 2003 la s.p.a. era l'unico tipo sociale cui era consentita l'emissione di titoli obbligazionari([408]).

L'opinione deve probabilmente essere rimeditata, quantomeno per la fusione in s.r.l., alla luce del nuovo art. 2483 c.c.([409]), che consente a tale tipo sociale di emettere titoli di debito, peraltro soggetti ad una disciplina particolare, di molto differente rispetto a quella dei titoli obbligazionari di s.p.a. e che trova la sua più vistosa differenza nella possibilità di collocarli esclusivamente presso "investitori qualificati soggetti a vigilanza prudenziale", con responsabilità cumulativa *ex lege* del cedente per la solvenza della società emittente nell'ipotesi in cui i titoli siano privi dei requisiti per la sottoscrizione([410]). Dubbia, in proposito, è la possibilità di emettere titoli di debito convertibili in quote dell'emittente([411]). E' così proprio la differenza tra le due tipologie di strumenti finanziari che ha indotto taluni a negare la possibilità in esame([412]).

Secondo un'altra impostazione, che appare preferibile, la risposta al quesito non può essere data in astratto ma deve tener conto dell'amplissima autonomia che la legge da alla s.r.l. nella configurazione del contenuto dei propri titoli di debito([413]) e del fatto che, qualora i titoli obbligazionari di s.p.a. siano già de-

---

([407]) Cfr. M. CANNIZZO, *Tutela degli obbligazionisti*, cit., 1356.

([408]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 225 *ss*..

([409]) Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 308 nt. 226.

([410]) Sui titoli di debito v. G. CABRAS, sub *art. 2483*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Jovene, Napoli, 2004, 1691 *ss*.; S. LUONI, sub *art. 2483*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009, 1984 *ss*.; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Giuffrè, Milano, 2005; P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc*., 2003, 709 *ss*.; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata,* in *Riv*. *soc*., 2005, 1001 *ss*..

([411]) Cfr., nel senso negativo S. PATRIARCA, *I titoli*, cit., 46; P. SPADA, *L'emissione*, cit., 806; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, cit., 1001.

([412]) Cfr. N. ATLANTE N., *La fusione*, in Studi e materiali, Quaderni Semestrali a cura del CNN, Giuffrè, Milano, 2004, 490.

([413]) Cfr. G. CARRIERO, *La disciplina delle obbligazioni e dei titoli di debito nel nuovo diritto societario*, in *Dir*. *banc*. *merc*. *fin*., 2003, 524; FERRO LUZZI – CHIAPPETTA, *Fusione*, cit., 138; F. MAGLIULO, *La fusione*, cit., 291; P. MARCHETTI, *Le operazioni straordinarie*, in AA. VV., Atti del convegno del

tenuti prima dell'operazione da investitori qualificati, verrebbe superato uno dei più rilevanti ostacoli([414]).

1.5.5.2. *La distribuzione di riserve*.

La distribuzione di riserve, determinando una diminuzione del patrimonio dell'emittente, incide senza dubbio sul valore di conversione. La dottrina è però divisa in merito alla compatibilità di tale operazione con l'esistenza di un prestito obbligazionario convertibile([415]). Senza contare che, anche tra coloro che sono propensi a rinvenire alcuni limiti al potere assembleare di distribuire liberamente le riserve disponibili, le soluzioni proposte divergono notevolmente.

In primo luogo si discute in merito all'esatta individuazione delle riserve la cui distribuzione rileverebbe, se quelle esistenti al momento dell'emissione del prestito o anche quelle successivamente formate([416]). Coloro che sostengono l'opportunità di limitare la distribuibilità solo delle prime affermano che è esclusivamente in base ad esse che è stato determinato il rapporto di bio([417]), così però omettendo di considerare che, come già osservato([418]), tale determinazione non viene praticamente mai effettuata sulla base della situazione patrimoniale dell'emittente al momento dell'emissione, basandosi il più delle

---

CNN, *La riforma del diritto societario, le riflessioni del notariato*, Giuffrè, Milano, 2004, 193; ID., *Le obbligazioni*, cit., 223; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, cit., 1001;

([414]) V. inoltre G. CABRAS, sub *art. 2483*, cit., 1704; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 308 nt. 226; TASSINARI F., *Il finanziamento della s.r.l. mediante mezzi diversi dal conferimento*, in AA.VV., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milano, 2004, 144, che nel caso in cui al momento della fusione i titoli obbligazionari di s.p.a. siano detenuti da investitori non qualificati l'operazione potrebbe essere ugualmente attuata a condizione che un investitore qualificato presti apposita fideiussione.

([415]) Per la soluzione negativa v. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 469 *ss.*; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 250; M. CERA, *Il passaggio*, cit., 240; C. COSTA, La *convertibilità anticipata*, cit., 107 nt. 73; G. FERRI, *Le società*, cit., 541; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 241, che ammettono una responsabilità dell'emittente solo se a seguito della distribuzione il patrimonio si svuotasse in modo "abnorme".

([416]) Nel primo senso v. C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 107 nt. 73; B. VISENTINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 391. Nel secondo senso v. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 56; ID., *Obbligazioni convertibili*, cit., 275 *ss.*; V. COLUSSI, *Problemi*, cit., 80; E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 946 in nt..

([417]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *opp. citt., locc. citt*..

([418]) Cfr. *supra* § 1.3. Nello stesso senso v. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 232.

volte su stime della crescita futura([419]). Gli obbligazionisti vengono così danneggiati dalla distribuzione di qualunque riserva, costituita prima o dopo l'emissione del prestito.

Si è così ipotizzata da parte di alcuni l'esistenza di un limite alla potestà deliberativa dell'assemblea, assoluto per alcuni([420]), superabile tramite l'approvazione dell'assemblea speciale per altri([421]) o, per altri ancora, tramite l'adozione di misure di salvaguardia del valore di conversione([422]). Sembra però da escludere la possibilità di ricorrere al meccanismo dell'assemblea speciale, sia perché, come è stato accennato, nel sistema delineato dalla legge essa non è destinata ad operare se non in funzione residuale rispetto ad altre possibilità di tutela del valore di conversione([423]), sia perché non si ritiene che sussista la competenza dell'assemblea speciale *ex* art. 2415, n. 2, c.c., trattandosi di pregiudizio di mero fatto([424]).

Non sostenibile sarebbe poi l'attribuzione di un periodo di convertibilità anticipata; ciò sia perché, come già osservato, la convertibilità anticipata è metodo di tutela non diretto a preservare il valore economico del diritto di conversione, sia specularmente perché in questo caso manca completamente il carattere, invece comune a tutte le delibere di cui all'art. 2420-*bis*[4] c.c., di modifica della struttura organizzativa e o finanziaria dell'emittente([425]).

Analogamente, non pare predicabile l'applicazione analogica dell'art. 2420-*bis*[5] c.c., con conseguente adeguamento del rapporto di cambio. Considerato che in nessun caso sarebbe possibile impedire all'emittente di distribuire, an-

---

([419]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 232 e nt. 240, che rileva come questo sia il motivo che ha indotto la prassi contrattuale negli Stati Uniti a sostituire le *anti-dilution clauses* fondate sulla *conversion price formula* con quelle basate sulla *market price formula*.

([420]) Cfr. E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., *loc. cit.*; G. FRÉ, *Società per azioni*, cit., 659; B. VISENTINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 391.

([421]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 56, a giudizio del quale la deliberazione inciderebbe "sicuramente sulle condizioni del prestito, in quanto determina un depauperamento ingiustificato del contenuto patrimoniale delle azioni offerte in conversione"; ID., *Obbligazioni convertibili*, cit., 275 *ss*.; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 203 *ss*..

([422]) Cfr., mutando l'opinione precedentemente espressa, C. COSTA, *Le riserve nel diritto delle società*, Giuffrè, Milano, 1984, 72 *ss*..

([423]) Cfr. *supra* il § 1.

([424]) Analogamente v. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 236.

([425]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 231.

che integralmente, gli utili conseguiti nell'esercizio di competenza, non si vede perché solo nel diverso caso di distribuzione di riserve già esistenti si dovrebbe ricorrere all'applicazione analogica dell'art. 2420-*bis*[5] c.c..

E' allora possibile apprezzare quella impostazione che, facendo riferimento al generale obbligo di esecuzione secondo buona fede del contratto, ha affermato che tramite il riferimento a tale principio si possa contemperare e bilanciare gli opposti interessi degli obbligazionisti e dell'emittente([426]). Più in particolare, quest'impostazione si basa sulla distinzione tra riserve di utile, costituite mediante l'accantonamento di quote di utili netti non distribuite fra i soci, e riserve di capitale, costituite tramite l'accantonamento di entità diverse dagli utili netti come la riserva da rivalutazione di beni conseguente all'adozione del criterio del f*air value* o la riserva da sopraprezzo azioni([427]). La distribuzione non determinerebbe un sacrificio degli interessi degli obbligazionisti convertibili contrario a buona fede solo nel caso in cui riguardasse riserve di utili conseguiti nell'esercizio dell'attività di impresa, che costituiscono la remunerazione dell'investimento compiuto dai soli azionisti attuali e sui quali gli obbligazionisti convertibili, in quanto titolari di una mera opzione, non possono avanzare pretese.

Si ritiene però che una più attenta valorizzazione del già più volte richiamato principio dell'equivalenza dei diritti possa condurre a ritenere ammissibile qualsiasi distribuzione di riserve accompagnata da idonei strumenti di tutela, come ad esempio l'accantonamento in uno speciale fondo indisponibile e destinato a favore degli obbligazionisti che eserciteranno il diritto di conversione di

([426]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 234 e 236, il quale fa anche riferimento all'esperienza nordamericana (su cui v. *infra* il § 1.6.1.), là dove, più in generale, si precisa che sarebbe conforme a buona fede una politica di distribuzione dei dividendi equilibrata. V. inoltre E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 945 nt. 39, il quale, pur pervenendo sostanzialmente al medesimo risultato interpretativo esposto nel testo, argomenta in base alla *ratio* dell'art. 2420-*bis*[5] c.c. in materia di adeguamento del rapporto di cambio per il caso di aumento gratuito del capitale mediante passaggio di riserve, ravvisando una correlazione con il caso in esame.

([427]) Recentemente in tema di riserve v. M. BUSSOLETTI, *La disciplina del patrimonio netto, il regime delle riserve*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 362 *ss.*; N. DE LUCA, *Riserve indistribuibili, riserve indisponibili e incidenze delle perdite*, in *Riv. soc.*, 2013, 464 *ss.*.

una quota di riserve disponibili proporzionale a quelle distribuite ai soci ed all'ammontare delle azioni di compendio([428]).

1.5.5.3. *Il fallimento dell'emittente*.

Nell'ipotesi di fallimento dell'emittente il diritto alla restituzione del capitale sarà regolato dagli artt. 55[1] e 58 l.f., che impongono il rimborso del prestito obbligazionario al suo valore nominale e sospendono il decorso degli interessi([429]). Non condivisibile è invece quella isolata teoria che, argomentando in base ad un'interpretazione analogica della disposizione dettata dall'art. 76 l.f. per i contratti di borsa a termine, ha ipotizzato la possibilità per l'obbligazionista convertibile di insinuarsi al passivo anche per il corrispettivo versato per assicurarsi il diritto di conversione([430]). Si è infatti osservato come il diritto di opzione cui si suol ricondurre la facoltà di conversione non sarebbe suscettibile di autonoma valutazione *ex* art. 59 l.f., e come inoltre tale quantificazione sarebbe praticamente impossibile([431]).

La dottrina è invece ondivaga sulla possibilità di far sopravvivere il diritto di conversione, in ragione di una pretesa prevalenza del principio della *par condicio creditorum*([432]).

1.5.5.4. *Lo scioglimento anticipato*.

L'ipotesi di scioglimento e messa in liquidazione indubbiamente causa un danno agli obbligazionisti convertibili là dove le operazioni di liquidazione terminino anticipatamente rispetto al termine ultimo di conversione. In questa

([428]) Cfr. in tal senso M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 276; C. COSTA, *Le riserve*, cit., 73 nt. 238 e G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 236, in part. nt. 248, ove fa notare che tale soluzione è quella originariamente adottata dal legislatore francese all'art. 196 della L. 66-537 e all'art. 174 del Decr. 67-236 (per la disciplina attuale, estremamente più flessibile, v. infra il § 1.6.2), e rileva come "l'accantonamento a favore degli obbligazionisti di parte delle riserve sostituisce quanto altrimenti dovuto a questi dalla società per risarcimento del danno".

([429]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 440; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 306.

([430]) Cfr. G. POLI, *Obbligazioni convertibili e fallimento*, in *Riv. soc.*, 1976, 1120 *ss.*

([431]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 440. Analogamente v. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 243 nt. 137; R. MODICA, *Profili della disciplina*, cit., 89 nt. 74.

([432]) R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 306.

ipotesi gli obbligazionisti non potranno beneficiare di possibili futuri aumenti di valore delle azioni di compendio e, quindi, potrebbero subire una diminuzione valore economico del diritto di conversione([433]). Il condizionale è d'obbligo, in quanto la cennata diminuzione è solo potenziale e non riscontrabile con matematica certezza([434]).

Vi è allora da chiedersi come in siffatta evenienza sia possibile, nello spirito del principio generale già individuato, porre in essere adeguate misure compensative. La delibera di scioglimento non comporta infatti alcuna modifica formale del diritto di conversione, che non viene soppresso, né tantomeno del diritto alla restituzione del prestito, che partecipa alla distribuzione del ricavato dalla liquidazione. Gli obbligazionisti, pertanto, possono esercitare il loro diritto di conversione sino alla conclusione delle attività di liquidazione([435]). E' però vero che l'apertura della fase di liquidazione rende del tutto incerto l'orizzonte temporale in cui si svolgerà l'esercizio del diritto di conversione, con conseguente impossibilità per i portatori dei titoli convertibili di impostare una coerente strategia di investimento. Si è così proposto di sottoporre la delibera di scioglimento anticipata ad una concordata anticipazione del termine di conversione([436]) o, anche, di applicare analogicamente la disposizione di cui all'art. 2420-*bis*[5] c.c., con conseguente possibilità per gli obbligazionisti di convertire anticipatamente([437]). Coerentemente con una visione di più ampio respiro un autore ha invece sostenuto la sottoposizione anche della delibera di scioglimento, così come tutte le altre delibere previste dall'art. 2420-*bis* c.c.,

([433]) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 227.

([434]) Sulle difficoltà di quantificare il danno connesso alla perdita della *chance* di conversione v. *supra* il Cap. I, § 2.4.

([435]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 471; G. NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario*, cit., 610 *ss*.. V. invece D. PETTITI, *Il prestito obbligazionario*, cit., 325 *ss*., il quale sostiene che la messa in liquidazione sarebbe possibile solo dopo la scadenza del prestito obbligazionario.

([436]) Cfr. J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 177; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 261.

([437]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *La posizione*, cit., 38 nt. 71, il quale argomenta in base ad un'identità di esigenze di tutela con l'ipotesi di modifica delle norme sulla distribuzione degli utili.

all'approvazione dell'assemblea speciale degli obbligazionisti, ferma restando la concessione di un termine di convertibilità anticipata([438]).

La soluzioni appena prospettate non convincono.

Non quella che predica un'estensione analogica della convertibilità anticipata([439]), ponendosi in contrasto con il risultato interpretativo già esposto([440]) che individua in detto meccanismo non tanto uno strumento di tutela del diritto di conversione, quanto una possibilità data agli obbligazionisti o di partecipare a determinate decisioni di rilevante importanza organizzativa o di beneficiare di una sorta di diritto di *exit* dalla condizione di creditori sociali. Nel caso di scioglimento anticipato, invece, non si ha alcuna diretta lesione del diritto di conversione, che continua a poter essere esercitato, né alcun particolare e peculiare pregiudizio al valore economico del medesimo. Le appropriate misure compensative sono allora agevolmente identificabili nella (mera) possibilità data ai portatori dei titoli, esercitando il diritto di conversione appena prima della liquidazione finale, di ottenere in condizioni di parità ed in assenza di discriminazioni la stessa quota che otterranno gli azionisti. Ovviamente è a loro rimessa la diversa scelta di partecipare al procedimento di liquidazione in veste di creditori sociali, là dove ciò possa garantirgli un miglior ritorno in termini economici.

Né poi si potrebbe affermare la possibilità di sindacare l'operazione in base al parametro della buona fede oggettiva. In questo caso, infatti, gli effetti della deliberazione si distribuisce anche sui soci, i quali di regola non conseguono alcun vantaggio ulteriore e compensativo rispetto agli obbligazionisti([441]).

Nemmeno può essere condivisa la soluzione che predica una generalizzata competenza dell'assemblea speciale in virtù di una ampia lettura data all'espressione "modifica delle condizioni del prestito" di cui all'art. 2415, n. 2, c.c.. Accennando per ora quanto si esporrà più diffusamente nel futuro svilup-

---

([438]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 203 *ss*.; v. inoltre l'opinione espressa in ID., *Delle obbligazioni*, cit., 306 *ss*.; analogamente v. NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., 261.

([439]) In senso critico v. anche G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 227 nt. 219, il quale però non prende posizione al di là dell'affermazione per cui sarebbe necessario individuare "misure compensative".

([440]) V. *supra* il § 1.5.2.

([441]) Cfr. G. NICCOLINI, *Interessi pubblici*, cit., 617 *ss*..

po della ricerca, si ritiene che non sia sostenibile una contemporanea applicazione di rimedi fondati sul principio dell'equivalenza dei diritti con altri che fanno affidamento al sistema del voto.

1.5.5.5. *Il raggruppamento e frazionamento di azioni*.

Si è già avuto modo di osservare([442]) come le operazioni di raggruppamento e frazionamento di azioni([443]), comportando una modifica del valore nominale delle azioni, si risolvono rispettivamente in una sopravvalutazione, nel caso del raggruppamento, e in una lesione, nel caso di frazionamento, del valore economico del diritto di conversione, che viene a poter essere esercitato, rispettivamente, su azioni con valore nominale più alto o più basso di quello originariamente stabilito. Si è così visto come in tale evenienza si imponga una modificazione del rapporto di cambio che non costituisce però una "modifica" ai sensi dell'art. 2420-*bis*[5] c.c. né una modifica delle condizioni del prestito *ex* art. 2415, n. 2, c.c., risolvendosi unicamente in un'applicazione del principio di adattamento ormai più volte richiamato.

Ed infatti, la modifica del rapporto di cambio di cui all'art. 2420-*bis*[5] c.c., prevista per il caso di aumento gratuito del capitale e di riduzione del capitale per perdite, deve essere attuata "*in proporzione* alla misura dell'aumento o della riduzione" (del capitale), in modo da consentire che l'investimento venga attuato alle medesime condizioni economiche esistenti al momento dell'emissione. Al contrario, l'adattamento di cui si discute, anche se finalizzato al raggiungimento del medesimo obiettivo, deve essere attuato in maniera *inversamente proporzionale* alla variazione del valore nominale delle azioni. La differenza tra i due procedimenti di adattamento è poi tale da poter ipotizzare una loro appli-

([442]) V. *supra* la nt. 324.

([443]) Su cui v. per tutti C. ANGELICI, *Le azioni. Artt. 2346-2356*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1992, 21 *ss.*; T. ASCARELLI, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1950, I, 78 *ss.*; ID., *Indivisibilità dell'azione e aumento di capitale*, *ivi*, 1955, I, 42 *ss.* (anche in *Problemi giuridici*, II, Giuffrè, Milano, 1959, 633 *ss.*); M. BIONE, *Le azioni*, cit., 17 *ss.*; ROBIGLIO N., *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987, 807 *ss.*; M. STELLA RICHTER JR., *"Collegamento" e "raggruppamento" delle azioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 385 *ss.*; B. VISENTINI, *Sul raggruppamento e sul frazionamento di azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1960, I, 14 *ss.*.

cazione congiunta, in presenza di una variazione del capitale combinata con una variazione del valore nominale delle azioni(444).

D'altro canto, l'insussistenza di una competenza dell'assemblea speciale *ex* art. 2415, n. 2, c.c., deriva dal fatto che, una volta effettuato il sopra descritto adeguamento, il valore economico del diritto di conversione è adeguatamente preservato(445).

1.5.5.6. *Il mutamento dell'oggetto sociale*.

Si è sostenuto da parte di alcuni che il mutamento dell'oggetto sociale "che alteri in modo sostanziale e non ragionevole le prospettive connesse alla conversione" sarebbe nulla "perché intesa a modificare unilateralmente il bene promesso" (i.e. le azioni di compendio)(446). L'opinione non ha però trovato favore in dottrina e in giurisprudenza, essendosi ormai consolidato l'orientamento per cui, salvo ipotesi tipiche – come ad esempio l'art. 2413 c.c. in tema di riduzione volontaria del capitale - nessuna modifica statuaria è vietata, essendo il sistema orientato non verso rimedi di carattere reale ma nel senso di garantire forme di compensazione degli interessi lesi(447).

1.5.5.7. *Il trasferimento della sede sociale all'estero*.

Il trasferimento della sede sociale all'estero di per sé non comporta alcun danno per gli obbligazionisti convertibili a meno che l'ordinamento giuridico non contempli l'istituto in esame, ipotesi per la quale si è prospettata la nullità della delibera(448).

---

(444) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 177.

(445) Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 229 nt. 227; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 218 *ss*.. Si giunge ad analoga conclusione in Francia, v. TAITHÉ-SICHEL, *Obligations ordinaires*, cit., e negli Stati Uniti, v. A. A. BERLE JR., *Convertible bonds*, cit., 654; G. S. HILLS, *Convertible securities*, cit., 22.

(446) Cfr. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 252 *ss*..

(447) Cfr. M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 275; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 471; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 227 nt. 221. In giurisprudenza v. Trib. Milano, 6 febbraio 1975, in *Giur. comm*., 1975, II, 787 *ss*..

(448) Cfr. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 252 ss.

1.6. *La protezione del valore di conversione nell'esperienza comparatistica.*

1.6.1. *Stati Uniti d'America.*

L'esperienza americana conosce un solo metodo di *protezione* del diritto di conversione, costituito dalle cc.dd. *anti-dilution clauses*([449]), che però operano unicamente nel caso in cui un'operazione posta in essere dell'emittente determini una diluzione del valore economico del diritto di conversione([450]), il che si verifica soprattutto nei casi di aumento del capitale dell'emittente, a pagamento o gratuito. Qualora ciò non accada, infatti, la prassi contrattuale riconosce il diritto di opzione. Le clausole *anti-dilution*, quindi, sono unanimemente ritenute avere la finalità, che è stata individuata come fondante anche del sistema italiano, di conservare il valore economico del diritto di conversione consistente nella possibilità di lucrare *capital gains* sul proprio investimento([451]).

Tali clausole nel sistema statunitense assumono evidentemente una portata sostanziale, atteggiandosi a norme convenzionali "volte a escludere l'illiceità dei fatti contemplati e a introdurre, in relazione alle conseguenza da questi prodotte, meccanismi alternativi di riequilibrio e adeguamento delle condizioni originarie dell'opzione"([452]).

Una prima clausola, definita *weighted average anti dilution clause*, si basa sul concetto di media ponderata e incrementa il numero di azioni di compendio prendendo in considerazione il valore medio di tutte le azioni, includendo an-

---

([449]) V. sul punto v. recentemente M. WORONOFF – J. ROSEN, *Understanding Anti-dilution Provisions in Convertible Securities*, in *Fordham Law Rev.*, 2005, 129 *ss.*, disponibile al *link* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=702581; M. KAHAN, *Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities: A Guide Trough the Maze*, in *Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 1995-1996, 147 *ss.*, disponibile al link http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10069. V. inoltre A. A. BERLE JR., *Convertible bonds*, cit., 653 *ss.*; W. W. BRATTON Jr., *The economics and jurisprudence of convertible bonds*, in *Wisc. Law. Rev.*, 1984, 667 *ss.*; GARNER-FORSYTHE, *Stock purchase warrants*, cit., *loc. cit.*; G. S. HILLS, *Convertible securities*, cit., 24 *ss.*; J.M. IRVINE JR., *Some comments regarding «anti-dilution» provisions applicable to convertible securities*, in *Bus. Law.*, 1958, 729 *ss.*; S.A. KAPLAN, *Piercing the corporate boilerplate*, cit., 6 *ss.*; C. C. KEITH, *Convertible securities and stock purchase warrants*, in *Rocky Mount. Law Rev.*, 1929, 28 *ss.*; D. L. RATNER, *Dilution and anti-dilution*, cit., *loc. cit.*.

([450]) Cfr. *supra* il § 1.5.4.

([451]) Cfr. in giurisprudenza Broad V. Rockwell Intern. Corp., 642 F.2d 929 (1981), in part. 943; Pittsburgh Terminal Corp. v. Baltimore & O.R. Co., 680 F.2d 933 (1982), in part. 948 *ss.*.

([452]) Cfr. F. GUERRERA, *I* warrants *azionari*, cit., 243.

che quelle emesse successivamente all'emissione del prestito obbligazionario([453]).

Un altro tipo di clausola, probabilmente più semplicistica ma estremamente efficace, è la *full ratchet clause*. Invece che adeguare la media del valore delle azioni offerte in conversione, adegua il numero di azioni da assegnare ai portatori del titolo convertibile esclusivamente sul prezzo al quale le nuove azioni sono state emesse. Molto semplicemente, tale clausola permette ai portatori del titolo di avvantaggiarsi del minor prezzo pagato dai sottoscrittori/acquirenti delle nuove azioni([454]).

E' però accaduto con particolare frequenza che il frenetico evolversi delle tecniche di finanza straordinaria abbia per così dire "scavalcato" la prassi contrattuale, così mettendo la giurisprudenza di fronte al compito di individuare metodi di tutela non strettamente legati all'interpretazione dei regolamenti di emissione.

Il superamento di tali lacune nei testi contrattuali è stato allora affrontato, analogamente a quanto proposto da svariati autori italiani([455]), facendo ricorso al dover di "*good faith and fair dealing*" nell'esecuzione dei contratti([456]). E' però sufficiente richiamare le critiche già formulate in precedenza circa i limiti sia

([453]) Una versione della formula prevede la moltiplicazione dell'originale numero di azioni convertibili per una frazione: a) il cui numeratore è la somma del numero di azioni esistenti immediatamente prima dell'emissione di nuove azioni e di quelle poi emesse e b) il cui denominatore è pari alla somma appena menzionata più il numero di azioni successivamente emesse che il portatore del titolo convertibile sarebbe stato in grado di acquistare al prezzo originario delle azioni.

([454]) Per un caso applicativo di una clausola del genere v. Amazon.com, Inc. v. Hoffman, et al, C.A. No. 22390-VCN (Del. Ch. June 30, 2009), nel quale l'attore (Amazon) deteneva una certa percentuale di titoli garantiti da una *anti-dilution clause* che prevedeva l'automatico aggiustamento del rapporto di conversione nell'ipotesi in cui l'emittente emettesse nuove azioni ad un prezzo inferiore. Nel caso di specie l'emittente aveva effettuato un aumento di capitale ad un prezzo di pochissimo superiore al rapporto di conversione e, conseguentemente, l'attore aveva agito per violazione dei doveri di correttezza e buona fede. La Court of Chancery del Delaware ha rigettato tale azione; v. anche, sempre in tema di *anti-dilution clauses* e doveri di correttezza e buona fede, Robotti & Co., LLC v. Liddell, C.A. No. 3128-VCN (Del. Ch. Jan. 14, 2010); Brio Capital L.P. v. Sanswire Corp., 650830/2011, NY Slip OP 52432[U] (N.Y. Sup. Ct., 2011).

([455]) V. *supra* il Cap. I, § 2.6.

([456]) V. sul punto, con specifico riferimento alla tutela del valore di conversione, W. W. BRATTONJr., *The economics*, cit., 714 *ss*..

teorici sia pratici di un tale percorso argomentativo, non a caso già sollevate in passato anche da autorevoli autori statunitensi([457]).

Appare allora quantomai opportuno ai fini della presente ricerca volgere lo sguardo al diverso quadro normativo previsto negli Stati Uniti per le offerte pubbliche di titoli c.d. "interstatali"([458]), per le quali è previsto che l'emittente nomini un *trustee* i cui rapporti con i portatori sono regolati da un indenture i cui contenuti sono largamente predeterminati dal c.d. *Trust Indenture Act* del 1939 ("TIA")([459]). La prassi degli emittenti ha poi esteso la medesima disciplina anche al di là delle offerte cc.dd. interstatali([460]).

Di particolare è importanza è la previsione della Sec. 316 del TIA, introdotta a seguito degli abusi registrati nell'era post-depressione([461]), che impedisce modificazioni a maggioranza del diritto alla restituzione del capitale prestato ed al pagamento degli interessi. La norma è stata però oggetto di penetranti criti-

---

([457]) Cfr. V. BRUDNEY, *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism,* cit., 1836: "Strong arguments can be urged to support the conclusion that fiduciary theory neither offers a coherent doctrinal approach to, nor places adequate restrictions on such strategic actions by the common stockholders vis-a-vis the bondholders"; 1838: "Fiduciary discourse may nourish constraints on stockholder discretion vis-a-vis bondholders that are inappropriate in theory and inadequate in practice".

([458]) Il che si verifica quando i titoli sono offerti al pubblico tramite una *interstate facility* e superono un detemrinato ammontare fissato dalla SEC.

([459]) *Trust Indenture Act*, 1939, 15 U.S.C. §§ 77aaa-77bbbb. Per una considerazione critica dello strumento di tutela che fa leva sulla nomina di un *trustee* v. S. M. ROBERTSON, *Debenture Holders and the Indenture Trustee: controlling managerial discretion in the solvent enterprise*, in *Harv. Journ. L. & Pub. Pol*., 1988, 476 *ss*.;

([460]) Cfr. il *Revised Model Simplified Indenture* del 1999 (in *Bus. Lawyer*, 2000, 1115 *ss*.), elaborato dall'American Bar Association, preceduto dagli schemi del 1971, dal *Model Simplified Indenture* del 1983 (in *Bus. Lawyer*, 1983, 741 *ss*.), su cui v. H. J. KASHNER, *Majority Clauses and Non-Bankruptcy Corporate Reorganizations - Contractual and Statutory Alternatives*, in *Bus. Law*., 1988, 123 *ss*..

([461]) Per un primo approfondimento v. W. W. BRATTON JR., *Corporate finance*, *cit*., 249: "The trust indentures of the era [*i.e.* del periodo post grande depressione] did not tend to limit majoritarian amendment power. Under those clauses, majorities often were induced to make modifications which were seriously detrimental to all the bondholders, without a comparable sacrifice being made by the debtor's stockholders, and sometimes without there even being any necessity for the particular concession extracted. In some cases the vote of the bondholders for the modification was obtained by misinformation or inadequate information from biased sources".

che, in quanto: *a)* sconterebbe i noti problemi di azione collettivi riscontrabili nell'ambito di un gruppo frammentato e disomogeneo([462]); *b)* sarebbe facilmente aggirabile tramite il ricorso a procedure "tipo *Chapter* 11", che richiedono la maggioranza dei due terzi di una classi di creditori([463]), o tramite l'accorgimento di subordinare l'efficacia dell'offerta al voto favorevole degli oblati su di una proposta di modifica degli impegni di gestione (cc.dd. *covenants*)([464]). A tali critiche è stato però replicato che una regola unanimistica è l'unica che riesce ad assicurare che l'emittente non tragga profitto dalla difficoltà di coordinamento tra gli oblati, così favorendo il raggiungimento del c.d. "*sole owner standard*"([465]).

1.6.2. *Francia*.

L'esperienza francese sembra aver recepito la distinzione tra valore economico e valore amministrativo del diritto di conversione là dove imponeva

([462]) Cfr. ad esempio M. ROE, *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, in *Yale Law Journ*., 1987, 232 *ss*., il quale propende per una soluzione che lasci all'autonomia statutaria la scelta fra modificazione a maggioranza o all'unanimità.

([463]) Proprio con riguardo all'ironia del contrasto tra Sec. 316 del TIA e §§ 1126 ss. del Chapter 11 v. M. ROE, *The Voting Prohibition*, *cit*., 243 *ss*.

([464]) Siffatta strategia dell'emittente solleva il problema del suo carattere coercitivo nei confronti degli oblati v. la nitida descrizione fattane da V. BRUDNEY, *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism,* cit., 1834.

([465]) Cfr. in tal senso V. BRUDNEY, *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism,* cit., 1822: "the bargaining power of the sole lender should be the benchmark in determining whether or not dispersed bondholders' consent is adequately volitional". Sul *sole owner standard* e, più in generale, sui problemi di azione collettiva tipica nelle operazioni che vedono coinvolto l'emittente da un lato e una galassia di azionisti/obbligazionisti tra loro non coordinati dall'altro sia permesso il richiamo a quanto già osservato in A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, *cit*., 99 e in part. nt. 15 ove richiami alle opere di Lucian Ayre Bebchuk che per primo ha coniato l'espressione e quella, affine, di "*undistorted choice*" per indicare l'obiettivo di politica legislativa e giudiziaria teso a ridurre al minimo tali *collective action problems*, v. L. A. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice and equal treatment in corporate takeovers*, in *Harvard Law Rev*., 1985, 1695 *ss*. in part. 1702: "According to the Undistorted Choice objective, a company should be acquired if and only if a majority of its shareholders view the offered acquisition price as higher than both the independent target's value and the value of other available offers. […]. Sempre dello stesso autore sul tema v. ID., *The Pressure to Tender: an Analysis and a Proposed Remedy*, in *Del. J. Corp. Law*, 1987, 911 *ss*.; ID., *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, in *J. Leg. St.*, 1988, 197 *ss*..

che ogni aumento di capitale fosse accompagnato da un'ulteriore aumento, in misura proporzionale alle azioni di compendio, riservato agli obbligazionisti che esercitassero il diritto di conversione (c.d. *droit préferentiel de souscription*)([466]). A tale previsione si accompagnava poi quella, di particolare rilevanza, che stabiliva la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti per l'approvazione dell'esclusione del diritto di opzione([467]). E' interessante notare come tale metodo fosse stato suggerito anche in Italia antecedentemente alla riforma del 1974, quando si suggerì di costituire le c.d. "gestioni speciali"([468]).

Solo per le società quotate, in via d'eccezione, vista la natura mediamente più marcatamente finanziaria dell'interesse proprio degli investitori, era stato consentito un adeguamento del rapporto di cambio con formule analoghe a quelle delle *anti-dilution clauses* appena esposte([469]).

([466]) Introdotta dall'art. 196[1] della l. 66-357. Su cui v. BANCILHON, *La convertibilité des obligations en actions*, in *Rev. soc.*, 1960, 123 *ss.* e 390 *ss.*; CARTIER, *Obligations convertibles en actions*, in *Juris Classeur des sociétés*, 1972, IIIb1; P. CASTERÈS, *Obligations convertibles ou échangeables*, in *Journal des sociétés*, 1968, 8; P. CORDONNIER, *L'emission d'obligations convertibles*, cit.; H. DECUGIS, *Des obligations convertibles en actions, in Journal des societies*, 1914, 193 *ss.*; DEFOSSÉ, *Les nouvelles formes d'emprunts obligataires*, in *Banque*, 1954, 704; DORAT DES MONTS, *Un titre intermédiaire entre l'action et l'obligation: l'obligation échangeable*, in *Juris Classeur des sociétés*, 1966, IIIc; A. FRANCON, *Les types récents d'obligations*, cit.; GIDE-LOYRETTE-NOUEL, *Obligations ordinaires, obligations convertibles, ou échangeables*, Paris, 1975, 193 ss.; HOUIN, *Les obligations convertibles en actions*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1954, I, 642; R. MOUGET, *Les obligations convertibles en actions en droit français*, in *Rev. fr. compt.*, 1962, 211.

Per la disciplina più recente, ma antecedente al 2000 v. BONNEAU-DRUMOND, *Droit des marchés financiers*[2], Economica, Paris, 2005, 110; GUYÉNOT-DESURVIRE-SALERNO, *Les bons de souscription d'actions; un nuoveau produit financier*, in *Riv. soc.*, 1986, 1131 ss..

([467]) Cfr. art. 196 l. 66-537. Le assemblee speciali degli azionisti furono introdotte dalla l. 9 luglio 1902, 16 novembre 1903 e 22 novembre 1913, con le quali fu dato riconoscimento legislative all'emissione di azioni privilegiate, v. inoltre la bibliografia citatata da P. GROSSO, *Categorie di azioni*, cit., 139 nt. 12.

([468]) V. *supra* al § 1.1.

([469]) Definito come "*ajustement des conditions de souscription*", introdotto dall'art. 196 della l. 66-357, cfr. sul punto P. CASTERÈS, *Obligations convertibles à tout moment*, in *Gaz. Pal.*, 1970, D., 136 *ss.*, in part. 151 *ss.*; H. HOVASSE, *Les augmentations*, cit., 39 *ss.*, ove ampi riferimento ai *bons de souscription des actions* e alle obbligazioni con *warrant*; Y. SERRA, *Le droit de conversion*, cit., 610 *ss.*; TAITHÈ-SICHEL, *Obligations*, cit., 231 *ss.*.

Per il caso di aumento gratuito del capitale, inoltre, analogamente a quanto disposto in Italia, era stata prevista una disposizione che salvaguardava il valore economico del diritto di conversione([470]).

La disciplina attualmente vigente è il frutto della riforma operata dall'ordinanza del 24 giugno 2004 di riforma della disciplina dei valori mobiliari([471]) e della l. 776 del 24 agosto del 2008([472]), che hanno modificato gli artt. L 228-98 e ss., del *Code de commerce*, i cui art. L 212-7 del Code monètaire et financier, rubricato "*Les autres titres donnant ou pouvant donner accès au capital ou aux droits de vote*", fa riferimento per la definizione delle "*règles relatives à l'émission de titres donnant accès au capital et aux titulaires de ces titres*". Il sistema è particolarmente complesso ed articolato ed ha sicuramente il merito rispetto a quello italiano di prendere in considerazione pressoché tutte le evenienze che si possono dare nella pratica.

In tale contesto normativo le norme di riferimento per l'individuazione dei metodi di tutela del valore di conversione prescelti dal legislatore francese sono l'art. L 228-99 e l'art. L 228-103 del *Code de commerce*.

L'art. L 228-99 è applicabile ai casi di aumento di capitale a pagamento o mediante passaggio di riserve, distribuzione di riserve ed emissione di azioni privilegiate nella ripartizione degli utili, oltre che alle deliberazioni di modifica dei criteri di ripartizioni dei medesimi, di riduzione reale del capitale, di emissione di azioni privilegiate che comportino tale modifica o riduzione, in virtù di quanto disposto dall'art. L 228-98[2]. Esso al suo primo comma pone il principio generale per cui "*La société appelée à attribuer les titres de capital ou les valeurs mobilières y donnant accès doit prendre les mesures nécessaires à la protection des intérêts des titulaires des droits ainsi créés*", fornendo un *carnet* di tre differenti rimedi entro i quali è possibile scegliere *in via alternativa*: *i)* convertibilità anticipata; *ii)*

([470]) V. sempre l'art. 196 della l. 66-357, che imponeva che all'atto dell'esercizio del diritto di conversione all'obbligazionista fossero attribuite tante azioni gratuite quante quelle che avrebbe ottenuto se fosse stato azionista al momento della delibera di aumento gratuito del capitale. La stessa norma, al suo 4° co., per le società quotate prevedeva per la medesima ipotesi un adeguamento del rapporto di cambio.

([471]) "Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale".

([472]) "Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie".

trattamento degli obbligazionisti convertibili come se fossero stati azionisti al momento della deliberazione; *iii)* modifica del rapporto di cambio in modo da tener conto dell'incidenza di tali operazioni. I metodi *sub i)* e *ii)* possono essere previsti in via cumulativa ma possono *in ogni caso* essere sostituiti da quello *sub iii)*, ossia da quello consistente nella modifica del rapporto di cambio (art. L 228-99[3]).

L'art. L 228-103, applicabile alle delibere di modificazione dell'oggetto sociale e di trasformazione, oltre che alle deliberazioni di modifica dei criteri di ripartizione dei medesimi, di riduzione reale del capitale, di emissione di azioni privilegiate che comportino tale modifica o riduzione, in virtù di quanto disposto dall'art. L 228-98[2], prevede un'analitica disciplina dell'assemblea speciale dei portatori di titoli convertibili in azioni, esplicitando l'applicabilità delle disposizioni dettate dal Code per l'assemblea degli obbligazionisti ordinari (ossia dagli artt. L228-46 e L228-47). La competenza dell'assemblea è inoltre stabilita con confini molto ampi, dato che essa è chiamata "*à autoriser toutes modifications au contrat d'émission et à statuer sur toute décision touchant aux conditions de souscription ou d'attribution de titres de capital déterminées au moment de l'émission*".

Il caso della fusione è invece regolato a parte dall'art. L 228-101, che per il caso di fusione per incorporazione o partecipazione a fusione propria dell'emittente prevede espressamente che "*les titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital exercent leurs droits dans la ou les sociétés bénéficiaires des apports*" e che "*La ou les sociétés bénéficiaires des apports ou la ou les nouvelles sociétés sont substituées de plein droit à la société émettrice dans ses obligations envers les titulaires desdites valeurs mobilières*". La norma contiene inoltre la specificazione, che come si è visto nell'ordinamento italiano va ricavata in via interpretativa([473]), che il numero di titoli sui quali è esercitabile il diritto di opzione è determinato in base al numero di azioni da emettersi da parte dell'incorporante o risultante. Il terzo comma del medesimo articolo invece opportunamente rende esplicito che l'approvazione del progetto di fusione da parte degli azionisti ordinari fa venir meno il loro diritto di opzione sulle azioni che è necessario emettere per far fronte all'esercizio del diritto di conversione.

([473]) Cfr. *supra* § 1.5.1.3.

Dalla rapida esposizione appena compiuta possono essere tratte alcune importanti considerazioni con riferimento al tema della presente indagine. Innanzitutto, la scelta compiuta dal legislatore francese, all'esito di un vivace processo evolutivo, è chiaramente orientata nel senso di considerare la assicurazione di diritti equivalenti ai titolari di titoli convertibili incisi da operazioni straordinarie come metodo di tutela privilegiato. In secondo luogo, ad esso viene affiancato il metodo di tutela attraverso il voto in assemblea speciale, il cui campo di applicazione è però ben più ampio, dato che si applica non solo in caso di "modificazioni delle condizioni del prestito", ma anche "a tutte le decisioni concernenti le condizioni di sottoscrizione o di attribuzione dei titoli di compendio così come determinati al momento dell'emissione".

1.6.3. *Germania*.

Nell'ordinamento tedesco le vicende relative ai titoli convertibili furono inizialmente regolate in maniera estremamente restrittiva, giacché il § 283 dell'HGB fulminava di nullità ogni attribuzione di diritti di sottoscrizione di azioni effettuata prima della delibera di aumento([474]). Anche l'Aktg del 1937, al § 154 riproduceva tale divieto, superato solo per quanto riguarda l'incidenza dell'aumento gratuito del capitale dai §§ 13 e 15 KapErhG del 1959, poi trasfusi nei §§ 216 e 218 AktG del 1965([475]), così facendo fronte ad una lacuna che non era stato ritenuto possibile colmare tramite l'applicazione in via analogica del § 159[4] dell'Aktg del 1937, che sanzionava con la nullità le deliberazioni prese in contrasto con una precedente deliberazione che avesse disposto un aumento di capitale condizionato([476]).

([474]) Cfr. E. BRODMANN, *Aktienrecht*, in *Gewerbe und Industrie – Kommentar*, IV, Berlin-Leipzig, 1928, 457; E. JACOBI, *Ein Beitrag zum Bezugsrecht der Aktionäre*, in *Beiträge zum Wirtschraftsrecht. Festschrift Heymann*, II, N. G. Helvert, Marburg, 1931, 981.

([475]) Cfr. per la dottrina anteriore al 1959; L. N. GEORGAKOPOULOS, *Zur Problematik, cit*., 165 *ss*.; F. MEYER, *Wandelschuldverschreibungen*, cit.; H. RUSCH, *Die Wandelschuldverschreibung*, cit.; per quella dopo l'intervento legislativo del 1959 v. G. LOOS, *Sachgemässe Ausgestaltung der Bedingungen von Wandelschuldverschreibungen zum Schutze der Wandelsculdverschreibungs-gläubiger*, in *Der Betrieb*, 1960, 515 *ss*. e 543 *ss*.; A. HUECK, *Die Behaldung*, cit.. Isolata rimase la tesi di H. MEILICKE, *Wandelschuldverschreibungen*, cit., che aveva proposto un'estensione analogica del § 13 KapErhG.

([476]) V. sul punto A. HUECK, *Die Behaldung*, *cit*., 1347.

A tale carenza normativa ha supplito la prassi degli emittenti, escogitando vari sistemi di protezione degli obbligazionisti convertibili([477]), alcune anche sospettate di contrarietà all'ordinamento, che spaziavano dall'attribuzione di un diritto di opzione, all'impegno da parte degli amministratori o dei soci di controllo di fare in modo che all'atto dell'aumento di capitale tale diritto di opzione fosse concesso, alla facoltà di conversione anticipata, al versamento di un indennizzo pari al valore di mercato del diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione.

Successivamente si adottò una tecnica analoga a quella delle *anti-dilution clauses* americane, in base alla quale in occasione di delibere incidenti sul diritto di conversione gli obbligazionisti convertibili avevano la facoltà di esigenre il rimborso delle obbligazioni oppure la conversione immediata in base al precedente rapporto di conversione([478]). L'impostazione venne poi adottata dai §§ 13 e 15 della l. 23 dicembre 1959 sugli aumenti gratuiti di capitale, poi trasfusi nei §§ 216 e 218 dell'Aktiengesetz del 1965.

La dottrina tedesca si è poi esercitata con particolare vigore nell'approfondimento del tema della protezione dei portatori di strumenti di finanziamento (cc.dd. *Genussscheininhaber*) in ipotesi di operazioni dannose compiute dall'emittente([479]). Storicamente, la distinzione tra pregiudizi "diretti" ed

---

([477]) Per una rassegna dei quali v. L. DALLÈVES, *L'obligation convertible*, *cit*., 114; L. N. GEORGAKOPOULOS, *Zur Problematik, cit*., 173.

([478]) Cfr. il regolamento del prestito convertibile emesso nel 1955 dalla Mannesmann, riportato per esteso da L. DALLÈVES, *L'obligation convertible*, *cit*., 200 ss..

([479]) Cfr. sul tema per la dottrina italiana M. CIAN, *Investitori non azionisti*, cit., 760 *ss*.; ID., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di* voice, Giuffrè, Milano, 2006, in part. 51 *ss*..

Sui *Genussrechte* v. C. P. CLAUSSEN, *Der Genussschein und seine Einsatzmöglichketein*, in *Festschrift für Winfried Werner*, Berlin-New York, 1984, 65 *ss*., in part. 81; T. ERNST, *Der Genussschein im deutschen und schweizerischen Aktienrecht*, Schulthess, Zürich, 1963, 184 *ss*.; FEDDERSEN-KNAUTH, *Eigenkapitalbildung durch Genussscheine*[2], Wertpapier-Mitteilungen, Frankfurt am Main, 1992, 109 *ss*.; C. FRANTZEN, *Genussscheine*, Heymann, Köln-Berlin, 1993, 197 *ss*.; HIRTE H., *Genussscheine mit Eigenkapitalcharakter in der Aktiengesellschaft*, in *ZIP: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1988, 486 *ss*.; U. HÜFFER, *Aktiengesetz*[4], Beck, München, 1999, § 221, p. 978 *ss*., Rdn. 22 *ss*.; KAROLLUS, in *Münchener Kommentar Aktiengesetz*, Beck, München, 1993, 221, 157 *ss*.; KRIEGER, in *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, 4, *Aktiengesellschaft*[2], Beck, München, 1999, § 63, 875 *ss*.; C. LUTTERMANN, *Unternehmen Kapital und Genussrecht*, cit., 490 *ss*.; A. PROSSER, *Anlegerschutz bei Genussscheinen, Gewinnschuldverschreibungen, Options - und Wandelanleihen*, Lang, Frankfurt

"indiretti" in Germania conobbe un'evoluzione diversa rispetto a quella nostrana, giacché sin dal § 275 dell'HGB – poi trasfuso nel § 179, Abs. 3 dell'AktG – l'assenso della categoria era richiesto anche quando "il rapporto esistente fra più categorie di azioni" veniva mutato con pregiudizio di una categoria. Per i casi di aumento di capitale([480]), emissione di obbligazioni convertibili, riduzione del capitale, annullamento/limitazione del privilegio spettante alle azioni prive del diritto di voto, fusione, è possibile rinvenire disposizioni di analogo tenore

---

am Main, 2001; U. H. SCHNEIDER, *Genussrechte an Konzernunternehmen*, in *Bilanz und Konzernrecht, Festschrift zum 65. Gebyrtstag von R. Goerdeler*, Düsseldorf, 1987, 511 *ss*., in part. 513; R. SEHTE, *Genusssrechte: Rechtliche Rahmenbedingungen und Anlegerschutz*, in *Die Aktiengesellschaft: AG*, 1993, 351 *ss*.; A. THIELEMANN, *Das Genussrecht als Mittel der Kapitalbeschaffung und der Anlegerschutz*, Centaurus, Pfaffenweiler, 1998, 120 *ss*.; F. TODTENHÖFER, *Die Übertragbarkeit der Grundsätze über Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung auf Genußrechte*, Lohmar, Köln, 1997; L. VOLLMER, *Der Genussschein – ein Instrument für mittelständischen Unternehmen zur Eigenkapitalbeschaffung an der Börse*, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1983, 461 *ss*.; H. WINTER, in *Scholz Komm. Zum GmbH-Gesetz*[9], I, Köln-Berlin 1995, § 14, 734 *ss*.; J. ZIEBE, *Der Genussschein als kapitalmarktpolitisches Instrument zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung von Unternehmen*, in *Betriebs Berater*, 1984, 2210 *ss*., in part. 2211; ZÖLLNER, *Die Anpassung dividensatzbezogener Verpflichtungen von Kapitalgesellschaften beiu effektiver Kapitalerhöhung*, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1986, 288 ss.. In giurisprudenza è noto il "caso Klöckner" deciso dal Bundesgerichthof, 5 ottobre 1992, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1993, 57 *ss*., su cui v. M. LUTTER, *Genussrechtsfragen*, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1993, 292 *ss*..

([480]) Per le diverse e contrastanti opinioni assunte dalla dottrina italiana con riferimento alla medesima fattispecie in assenza di una regola così netta v. la bibliografia con riferimento alla c.d. "guerra di Segrate" per il controllo della casa editrice Mondadori, in cui, per l'appunto, si discuteva se potesse costituire "pregiudizio" agli azionisti speciali un'ipotesi di aumento di capitale con emissione di azioni ordinarie da offrire in opzione a tutti gli azionisti ordinari e speciali. V. sul punto R. COSTI, *Aumento di capitale,* cit.; F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, *ivi*, 577 *ss*.; P. FERRO LUZZI – B. LIBONATI, *Categorie di azioni e aumento del capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Riv. dir. comm*., 1990, I, 703 *ss*.; G. B. PORTALE, "*Uguaglianza e contratto": il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, *ivi*, 711 *ss*. (anche, con aggiornamenti, in AA.VV., *Il contratto, Silloge in onore di G. Oppo*, II, CEDAM, Padova, 1992, 545 *ss*.). I reclami proposti dagli azionisti speciali in sede di opposizione all'omologa della delibera furono poi entrambi dichiarati inammissibili, v. per una ricostruzione dell'intera vicenda Trib. Milano, 26 maggio 1990; App. Milano, 10 luglio 1990; App. Milano, 18 luglio 1990, tutti in *Giur. it*., 1991, I, 590 *ss*., con nota di P. GROSSO, *Osservazioni in tema di categorie di azioni e assemblee speciali*.

che richiedono la deliberazione degli azionisti delle categorie senza però richiamare l'inciso contenuto nel § 179 Abs. 3 relativo al pregiudizio([481]).

Nel caso in cui i *Grundlagenentscheidungen* causino un pregiudizio di diritto analogo a quello che la dottrina italiana maggioritaria considera condizione di applicabilità dell'art. 2376 c.c., la soluzione preferita è quella, di natura contrattuale e risarcitoria, che, facendo leva sulla disposizione di cui al § 216[3] Aktg interpretata analogicamente([482]) e più in generale sui doversi di correttezza e diligenza scaturenti dal rapporto partecipativo a carico dell'emittente, impone l'adattamento (*Anpassung*) del rapporto partecipativo al mutato assetto finanziario entro il quale questo si pone, al fine di assicurare all'investitore il mantenimento delle condizioni economiche originarie.

A partire dalle emissioni successive al 5 agosto 2009([483]) è invece applicabile la l. del 31 luglio 2009 o Schuldverschreibungsgesetz (SchVG), che rimette all'autonomia statutaria la facoltà di prevedere un meccanismo assembleare di organizzazione degli obbligazionisti.

1.6.4. *Svizzera*.

Nell'ordinamento svizzero, che prevede da tempi ormai risalenti la categoria di titoli mobiliari chiamati *bons de jouissances* (artt. 656 a – 656 g del Codice di Commercio del 1936), i rapporti tra i portatori di questi ultimi e le diverse categorie di azioni sono regolati secondo una parallela applicazione del meccanismo assembleare, previsto dall'art. 657, e meccanismo di adattamento. Ed infatti, l'art. 656 f del Codice prevede che l'eventuale peggioramento dei diritto attribuiti ai *bons de jouissances* debba incidere in maniera corrispondente la situazione degli azionisti; inoltre, l'art. 656[3], in caso di aumento del capitale aziona-

([481]) V., rispettivamente, i §§ 182, Abs. 2 (richiamato poi dal § 193, Abs. 1 e 202, Abs. 2), 221, 222, Abs. 2 (richiamato poi dai §§ 229, Abs. 3 e 237, Abs. 2), 141 AktG e il § 65 UmwG.

([482]) Cfr. sul punto quanto osservato da M. CIAN, *Investitori non azionisti*, cit., 760 nt. 84, che da conto di come la norma in questione, così come quella di cui al § 347a AktG, siano considerate "espressione di un più generale principio in base al quale gli effetti di ogni operazione societaria sulla posizione economica del *Genussscheininhaber* sono *ex lege* neutralizzati, proprio per la via della *Anpassung* del rapporto partecipativo (talora si ritiene possibile ricorrere ai principi della *ergänzende Vertragsauslegung* [*i.e.* interpretazione integrativa], giungendo ai medesimi risultati)".

([483]) Per le emissioni anteriori è applicabile la l. 4 dicembre 1899, Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen (SchVerschrG).

rio o di emissione di nuovi *bons* o, infine, di aumento contemporaneo ma non proporzionale, impone il mantenimento del rapporto preesistente([484]).

([484]) Cfr. MEYER HAYOZ-FORSTMOSER, *Grundriss des schweizerischen Gesellschaftsrecht*, Stämpfli, Berna, 1993; A. PETITPIERRE SAUVAIN, *Le azioni come strumento di finanziamento e di controllo della società nel nuovo diritto svizzero*, in *Il diritto delle società per azioni: Problemi, esperienze, progetti* (a cura di P. Abbadessa e A. Rojo), Giuffrè, Milano, 1993.

CAPITOLO III
ALCUNE APPLICAZIONI DEL PRINCIPIO DELL'EQUIVALENZA DEI DIRITTI.

SOMMARIO: 1. *Le applicazioni del principio dell'equivalenza dei diritti*. – 1.1. *Le obbligazioni con* warrant. - 1.1.1. *La determinazione del valore di un* warrant. - 1.1.2. *L'applicabilità analogica ai* warrants *delle norme dettate per le obbligazioni convertibili in azioni*. - 1.1.3. *L'art. 2.2.16[2] del Regolamento di Borsa Italiana s.p.a. e le clausole di protezione dei portatori di* warrants *contenuti nei regolamenti di emissione.* – 1.2. *I* warrants *"puri"*. - 1.3. *I* reverse convertible bonds. - 1.4. *Gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346 c.c. convertibili in azioni dell'emittente*. - 1.5. *Obbligazioni convertibili in strumenti finanziari diversi dalle azioni*. - 1.6. *Le azioni di risparmio e l'art. 145[2] T.U.F.* - 1.6.1. *Il recesso* ex *art. 2437*-quinquies *c.c. come idoneo strumento di tutela?*

1. Alcune applicazioni del principio dell'equivalenza dei diritti.

Individuati i caratteri del principio dell'equivalenza dei diritti che regola il compimento di operazioni straordinarie incidenti sul valore dei titoli diversi dalle azioni emessi dall'emittente è possibile affrontare alcune questioni più strettamente tecniche per le quali si ritiene che le numerose, e spesso totalmente divergenti, soluzioni prospettate possano essere meglio comprese alla luce delle osservazioni di ordine più generale compiute nel capitolo precedente.

1.1. *Le obbligazioni con* warrant.

Le obbligazioni convertibili si distinguono dalle obbligazioni con *warrant*, in cui il titolo-*warrant*([485]), dotato di una sua autonomia e capace di circolare an-

([485]) Sui *warrants*, per un primo approfondimento v. FERRARA-CORSI, *Gli imprenditori e le società*[13], Milano, Giuffrè, 2006, 705-706; B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 1999, 237-238. Per un maggiore approfondimento v. S. AMBROSINI, *Titoli obbligazionari di "tipo speciale"*, in *Società*, 1991, 332 *ss*.; M. BARALDI, *Il* warrant *come contratto e come titolo di credito*, in *Contr. imp*., 2007, 607 *ss*.; ID., Warrants *e patto di opzione*, Cedam, Padova, 2012; BERTUCCELLI, *I* "warrant" *nel mercato azionario italiano*, in *Riv. bancaria*, 1984, 1274 *ss*.; M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*,cit.; CAMPANA-COLACCHIA, *Elementi caratteristici del* warrant *e sua valutazione*, in *Impresa commerciale-industriale*, 1988, 1652 *ss*.; G. F. CAMPOBASSO, *Le* obbligazioni, cit., 483 *ss*.; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 334 *ss*.; F. CHIOMENTI, *I titoli minori collegati alle azioni e alle obbligazioni: cedole, buoni di opzione e altri*, in *Riv. dir. comm*., 1978, I, 223 *ss*.; G. COLLA, *I buoni d'opzione o* warrants, *inquadramento giuridico e fiscale*, in *Società*, 1985, 64 *ss*.; G. CUCINOTTA, *I* warrant*: schema di analisi e ipotesi di utilizzo nel mercato finanziario italiano*, in *Banche e banchieri*, 1984,

che autonomamente rispetto al titolo obbligazionario cui accede([486]), attribuisce il diritto "cumulativo"([487]) di sottoscrivere azioni di nuova emissione, ferma restando la qualità di obbligazionista. Parzialmente diversa è invece la figura del c.d. "*warrant* impuro"([488]), che attribuisce una facoltà alternativa, e non cumulativa, di conversione, permettendo così al portatore di utilizzare l'apporto origi-

---

1043 *ss*.; DEZZANI-PISONI-PUDDU, Swap, option future. *Contabilità e bilancio*, Giuffrè, Milano, 1997, 221 *ss*.; F. GUERRERA, *I* warrants, cit.; P. MARCHETTI, *Documenti in materia di* warrants, in *Riv. soc*., 1984, 203 *ss*.; ID., *Aumenti di capitale a esecuzione differita:* warrant, *opzione indiretta*, in *Riv. not*., 1993, 223 *ss*.; A. MORANO, *Considerazioni in tema di* warrants, in *Società*, 1995, 12 *ss*.; E. RIGHINI, *Cedole azionarie rappresentative del diritto di opzione: funzione e natura giuridica*, in *Giur. comm*., 1990, II, 415 *ss*.; ID., *Responsabilità della capogruppo e tutela dei possessori di* warrants *azionari*, in *Giur. comm*., 2009, II, 415 *ss*.; ID., Warrant (ad vocem), in *Dig. comm*., XVI, UTET, Torino, 1999, 486 *ss*.; G. ROMAGNOLI, *Appunti sul* "warrant", in *Riv. dir. comm*., 1993, I, 847 *ss*.; R. RUSSO, *Il* warrant*: natura giuridica e contenuto economico*, in *Amministrazione e finanza*, 1986, 884 *ss*..

Per un'esposizione più attenta ai profili economici che derivano dalla quotazione di tali strumenti v. E. FRANZA, Covered warrants *e* certificates, *natura, tipologia e prezzi*, in *Contratti*, 2008, 86 *ss*..

Tra le poche pronunce giurisprudenziali che si sono occupate del tema v. Trib. Torino, 21 giugno 1994, in *Banca, borsa tit. cred*., 1995, II, 27 *ss*., con nota di F. GUERRERA, *Profili di disciplina cartolare del warrant azionario: il problema dello smarrimento o sottrazione del documento*; Trib. Ivrea, 1 settembre 2005, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2007, II, 365 *ss*., con nota di D. LATELLA, Warrants *azionari e disciplina generale dei contratti: problemi in tema di onerosità della causa, corrispettività delle prestazione per inadempimento del contratto di opzione*; in *Contratti*, 2006, 260 *ss*., con nota di F. CERIO, Warrants *e operazioni straordinarie della società emittente: conflitti e rimedi*; in *Foro it*., 2006, I, 1229 *ss*., con nota di Sassano; in *Giur. it*., 2005, 2296 *ss*., con nota di Sarale; in *Società*, 2006, 324 *ss*., con nota di L. DI GAETANO, *Strumenti finanziari derivati e tutela dei risparmiatori. Gli speculatori meritano giustizia?;* in *Giur. comm*., 2007, II, 181 *ss*, con nota di M. L. VITALI, *Osservazioni in tema di regolamento di emissione di* warrant *e di strumenti di tutela per i loro titolari*; in *Giur. merito*, 2006, 326 *ss*., con nota di E. BRETTI, *Natura aleatoria del* warrant *e vessatorietà delle clausole di adeguamento del prezzo delle azioni di compendio*; in *Riv. dott. comm*., 2006, I, 348 *ss*. con nota di F. LA MANNO, *Operazioni sul capitale sociale dell'emittente e tutela dei possessori di* warrants.

([486]) Sulla natura di titolo di credito dei *warrants* v. già, in una prospettiva generale, F. CHIOMENTI, *I titoli minori*, cit., 226. Con più specifico riferimento alla fattispecie in esame v. M. BARALDI, *Il* warrant, cit., 634 *ss*.; ID., Warrants, cit., 71 *ss*..

Praticamente sconosciuta alla prassi italiana è la diversa figura delle cedole di obbligazioni rappresentative di contenuto analogo a quello dei *warrants*, ma non separabili per espressa volontà dell'emittente (cc.dd. *non detàcheable warrants*; *nicht abtrennbare Optionsscheine*) , su cui v. CAMPOBASSO G F., *Le obbligazioni*, cit., 483 ss.; F. GUERRERA, *I* warrants, cit., 2 nt. 3; P. MARCHETTI, *Documenti*, cit., 203; G. MINERVINI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 272.

([487]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*[8], a cura di M. Campobasso, UTET, Torino, 2013, 544.

([488]) Cfr. F. GUERRERA, *I* warrants, cit., 124 e 135 *ss*..

nariamente effettuato a titolo di debito per la sottoscrizione dell'azione o, invece, effettuare un versamento con altro denaro.

1.1.1. *La determinazione del valore di un* warrant.

Da un punto di vista finanziario([489]) lo strumento *warrant* non è altro che un'opzione di tipo *call* a lunga scadenza su titoli, prevalentemente azionari, che non ha una sua propria funzione predeterminata, ma è emesso in ausilio ad altre operazioni, tra le più disparate([490]).

Il valore di un *warrant* in un dato momento antecedente al termine finale di esercizio del diritto è normalmente pari alla differenza tra il valore corrente del titolo (prezzo *spot*) sottostante ed il prezzo di sottoscrizione prefissato (c.d. valore intrinseco, o prezzo *strike*), "aggiustato" in funzione della prevedibile evoluzione del medesimo valore corrente, tenendo cioè conto del fattore tempo([491]).

In base alla relazione tra valore corrente e prezzo di sottoscrizione prefissato (c.d. *moneyness*) i *warrants* che incorporano un'opzione *call* (ossia di acquisto) si definiscono: a) *in the money* (quando il prezzo di esercizio è inferiore al valore corrente); b) *at the money* (quando i due prezzi si equivalgono); *out of the money* (quando il prezzo di esercizio è superiore al valore corrente).

Il "fattore tempo", invece, può essere definito come il valore che il mercato attribuisce alle probabilità che il *warrant* scada *in the money*. Tale fattore assumerà maggior valore quando il titolo è *at the money,* ossia quando il prezzo di esercizio è uguale al livello del sottostante: in questo caso, l'incertezza che il *warrant* scada *in* o *out of the money* è maggiore. Per lo stesso motivo, quando il *warrant* è molto *in the money* la probabilità di essere *in the money* alla scadenza risulta elevata, con conseguente irrilevanza del fattore tempo. Infine quando il *warrant* è molto *out of the money* e il valore intrinseco è nullo, la probabilità che scada *out*

([489]) Cfr. K. GARBADE, *Teoria dei mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna, 1989, 374 *ss.*; D. T. MESLER, *Warrants. Analysis and Investment Strategy*, Probus, Chicago, 1985, 4 ss.; W. SCHWARTZ, *Warrants: a form of equity capital*, in *Fin. Anal. Journ.*, 1970, 87 *ss.*; J. C. VAN HORNE, *Teoria e tecnica della finanza di impresa*, Il Mulino, Bologna, 1984, 849 *ss.*.

([490]) Cfr. F. GUERRERA, *I* warrants, cit., 2.

([491]) Cfr. DEZZANI-PISONI-PUDDU, Swap, cit., 223; FRANZA, Covered warrants, cit., 87 *ss.*.

of the money è molto elevata: anche in questo caso il valore tempo è ridotto, anche se rappresenta l'unica componente del prezzo del *warrant*.

Da quanto appena osservato discende che normalmente conviene sempre vendere piuttosto che esercitare un *warrant*, poiché in caso di esercizio del diritto in esso incorporato si rinuncia a "monetizzare" il fattore tempo, incassando soltanto il valore intrinseco. E' però intuitivo che il valore del fattore tempo diminuisca con l'avvicinarsi alla data finale di esercizio del *warrant*, fino ad azzerarsi alla scadenza, quando il valore del titolo coinciderà semplicemente con il suo valore intrinseco, se positivo. Da ciò deriva che il prezzo di questo tipo di strumenti finanziari diminuisce con il passare del tempo, e questa diminuzione si accelera alla scadenza([492]).

Come già accennato([493]), inoltre, un altro importante fattore determinante il prezzo di un *warrant* in quanto titolo convertibile è la c.d. volatilità del titolo sottostante, concetto che esprime il grado di variabilità dei prezzi di una attività: tanto più i prezzi si muovono velocemente, e con rilevante ampiezza in entrambi i sensi, tanto maggiore è la volatilità. E' però importante distinguere tra volatilità *storica*, di per sé oggettivamente calcolabile a posteriori, e volatilità *implicita*, che non rappresenta un dato storico ma esprime le aspettative degli operatori del mercato in merito alla variabilità del titolo sottostante. L'influenza della volatilità sul prezzo è di tipo diretto: a un'elevata volatilità corrisponde un'elevata probabilità che il titolo continui a essere o diventi *in the money*. Bisogna infatti considerare che in ogni caso, poiché il titolare ha la facoltà di esercitare il diritto di opzione, il valore della perdita è limitato al valore del premio, non rilevando perdite ad esso superiori. Per questo motivo, il *warrant* vale di più in presenza di una volatilità elevata e meno in presenza di una volatilità scarsa. Questo non significa necessariamente che il prezzo del sottostante debba variare notevolmente perché la volatilità implicita è frutto di un'anticipazione dei mercati e, come ogni previsione, può rivelarsi errata.

([492]) E' quello che in gergo è definito "effetto cono gelato": se lo si tiene in mano senza mangiarlo si scioglie, dapprima lentamente, poi sempre più velocemente.
([493]) V. *supra* Cap. I, § 1.2.1.

1.1.2. *L'applicabilità analogica ai* warrants *delle norme dettate per le obbligazioni convertibili in azioni*.

Discussa è l'applicabilità analogica del sistema dettato dal codice per le obbligazioni convertibili anche alle obbligazioni con *warrant*, le quali sollevano spesso problemi di tutela analoghi incentrati sulla protezione, sia economica sia giuridica, del *valore* insito nel diritto di conversione([494]).

Al riguardo, non si può negare che, soprattutto per il caso dei *warrants* c.d. "impuri" – nei quali, seppure per una scelta del portatore, può realizzarsi una situazione che, dal punto di vista economico, è del tutto analoga a quella del prestito convertibile - sia possibile operare una assimilazione tra le due figure([495]), dato che in entrambi i casi è possibile utilizzare l'originario capitale di credito per liberare le azioni cc.dd. "di compendio" connesse ai titoli([496]). Sussiste quindi un minimo comun denominatore, seppur attenuato, costituito dal carattere "ibrido" di codesti titoli che, anche se emessi in forma di obbligazioni, sono "trasformabili" in partecipazione al capitale([497]). Sotto altro profilo si è poi osservato che gli obbligazionisti con *warrant*, così come gli obbligazionisti convertibili, pur di beneficiare di un investimento azionario a condizioni predeterminate, sono disposti ad accettare un rendimento minore dei titoli sottoscritti. A sostegno di tale impostazione è anche portato, tra l'altro, il caso tedesco, in cui il 221 dell'*Aktiengesetz* già nel 1988 uniformava sotto lo stesso termine di *wandel-*

([494]) Cfr. in senso affermativo M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 282; con riferimento a quanto dettato dall'art. 2503-*bis* c.c. per il caso di fusione v. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 777; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 485; V. DE CASTELLO, *Il procedimento indiretto nell'emissione delle obbligazioni*, in *Contr. impr.*, 1994, 365 *ss*., in part. 386 *ss*.; A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 260; P. MARCHETTI, *Appunti*, cit., 26; già G. MINERVINI, *Obbligazioni convertibili*, cit.. V. inoltre, nella dottrina economica, J. C. HULL, *Opzioni*, cit., 201-202.

([495]) Sia permesso il richiamo, per analoghe considerazioni, a quanto già sostenuto in A. CAPIZZI, *Opa residuale*, cit., 1307-1308.

([496]) V. DEZZANI-PISONI-PUDDU, Swap, cit., 222, che fanno notare come ciò avvicini per certi versi la posizione di un obbligazionista con *warrant* a quella del detentore di un "diritto di opzione" (ad es. in caso di aumento a pagamento del capitale sociale). Entrambi, infatti, possono scegliere di "monetizzare" il loro diritto.

([497]) Sui titoli "ibridi" v., per un primo approccio, L. ENRIQUES, Quartum 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*., in part. ntt. 7 e *ss*., ove ampia bibliografia statunitense sul tema; U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1062 *ss*., in part. l'ampia bibliografia sul tema alle ntt. 2 e 8.

schuldverschreibungen le obbligazioni con diritto d'opzione e quelle con diritto di conversione([498]).

Tale ambivalente natura pone un duplice ordine di esigenze di tutela. Infatti, accanto alla tradizionale esigenza di assicurare il rimborso del valore dell'obbligazione ai portatori che scelgano di non avvalersi della facoltà d'opzione, occorre anche assicurare ai portatori che invece a tale possibilità siano interessati di non essere pregiudicati da operazioni straordinarie che, in pendenza del periodo di esercizio, alterino l'assetto corporativo della società emittente e, quindi, possano frustrare o "diluire" il valore insito nel diritto d'opzione.

Si è così suggerito che l'identità, sebbene parziale di struttura e funzione, oltre che le medesime esigenze di tutela, giustificherebbero un'estensione in via analogica della disciplina dettata per le obbligazioni convertibili anche ai titoli dotati di diritto di conversione in azioni in virtù di *warrants*([499]).

Si ritiene però che tale estensione in via analogica non sia agevolmente praticabile. E ciò in ragione sia della struttura propria del prestito obbligazionario convertibile sia in ragione del diverso atteggiarsi, in termini economici, delle due operazioni di finanziamento mediante titoli "ibridi".

Con riferimento al primo profilo, infatti, mentre le obbligazioni convertibili godono di una disciplina di categoria appositamente dettata dalla legge, non altrettanto può dirsi delle obbligazioni con *warrant*, che sono unicamente il frutto dell'autonomia contrattuale. Illuminante, a tal proposito, è la questione, invero ormai superata da quanto già osservato con riferimento alle obbligazioni convertibili([500]), se l'aumento di capitale a pagamento dell'emittente comportasse o meno il riconoscimento del diritto di opzione *ex* art. 2441 c.c. anche ai por-

([498]) Cfr. M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 282.

([499]) Cfr. L. AUTORI, sub *art. 2415-2420*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Egea, Milano, 2006, 226; M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 282; S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 777, che, pur prendendo in considerazione la circostanza che, nel caso dei *warrants*, il diritto di conversione "non sia direttamente incorporato nel titolo obbligazionario, ma assegnato a ciascun possessore di obbligazioni attraverso l'assegnazione di un titolo ulteriore", la supera sostenendo che ciò "attiene alle modalità con le quali l'obbligazionista potrà in concreto realizzare l'interesse a diventare socio", rimanendo la stessa la "sostanza del fenomeno economico ed organizzativo"; A. GIANNELLI, sub *art. 2420*-bis, cit., 266; P. MARCHETTI, *Appunti*, cit., 26.

([500]) Cfr. *supra* il Cap. II, § 1.5.4.

tatori di obbligazioni con *warrant*([501]). A fronte di una minoritaria opinione in senso affermativo si è infatti replicato che "la situazione attiva costituita in capo al titolare [di *warrants*] non ha nulla a che vedere con il diritto d'opzione che la legge disciplina con riferimento agli azionisti e agli obbligazionisti con conversione; questo accade perché il possessore di un'obbligazione convertibile è parte dell'organizzazione societaria, alla quale in ultima analisi partecipa, laddove il titolare di *warrant* è portatore di una posizione meramente creditoria (con la conseguenza fra l'altro che la società non potrà privarlo unilateralmente dell'opzione, di stampo prettamente civilistico, senza incorrere in responsabilità per inadempimento contrattuale, neanche se l'interesse sociale "lo esige", perché tale situazione rimane estranea al rapporto)"([502]). In sostanza, le somiglianze tra i due strumenti sono esclusivamente rimesse alla volontà dell'emittente in sede di redazione del regolamento di emissione.

L'assenza di una organizzazione di categoria impedisce quindi di applicare alle obbligazioni con *warrant* anche le disposizioni che, in tema di obbligazioni convertibili, prevedono una competenza dell'assemblea speciale ad approvare le modificazioni del prestito([503]).

Con riferimento invece al secondo profilo, di carattere più squisitamente economico-finanziario, le due tipologie di titoli non possono essere tra loro assimilate([504]), nonostante i punti in comune che si sono già segnalati, e ciò soprattutto per quanto riguarda il profilo dell'alea "normale" che, a ben vedere, anche se è riscontrabile in entrambe le operazioni negoziali, ne tocca elementi qualitativamente diversi, con conseguente maggior incidenza nel primo caso rispetto al secondo. Infatti, da una parte le obbligazioni convertibili, qualora si opti per il rimborso in denaro, garantiscono in ogni caso una soglia minima di remune-

([501]) Cfr. R. ALESSI, Warrants *e diritto di opzione*, in *Impresa commerciale-industriale*, 1987, 2353.

([502]) Cfr. D. GALLETTI, *"Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, 239 *ss.*, in part. nt. 37; nello stesso senso, in ragione dell'eccezionalità della norma di cui all'art. 2441 c.c. con conseguente impossibilità di farne applicazione analogica, v M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, cit., 270, P. MARCHETTI, *Aumenti di capitale*, cit., 231-233.

([503]) Cfr. F. GUERRERA, *I* warrants *azionari*, cit., 241 nt. 44, il quale, prendendo in considerazione la possibilità che il regolamento di emissione preveda una circolazione forzosamente abbinata, precisa come ciò avvenga "dal momento stesso in cui il *warrant* diviene separabile dal certificato obbligazionario al quale è accluso".,

([504]) V. quanto già osservato in A. CAPIZZI, *Opa residuale*, cit., 1313.

razione, pari al loro valore nominale aumentato degli interessi. Dall'altra parte i buoni di sottoscrizione, anche se connessi ad obbligazioni, in sé considerati non presentano altrettanti margini di garanzia, essendo il loro valore interamente dipendente dal prezzo delle azioni optabili al momento della loro sottoscrizione. La logica conseguenza di tale diverso grado di aleatorietà è che, mentre il titolare di obbligazioni convertibili si trova nella condizione di poter sterilizzare il rischio insito nell'andamento delle quotazioni decidendo per il rimborso in denaro invece che in azioni; il titolare di buoni di sottoscrizione, qualora non ritenga conveniente utilizzare il diritto di opzione, non ha alternative di sorta.

Ciò che quindi differenzia le due figure, al netto delle loro indubbie caratteristiche comuni, è lo scopo economico dell'operazione che si concreta nella diversa forma giuridica adottata: unica per le obbligazioni convertibili, scissa, o binaria, per le obbligazioni con *warrant*, in cui il diritto ad ottenere la conversione e quello ad ottenere la restituzione della somma data a mutuo sono incorporati in due documenti cartolarmente distinti, che ben possono circolare autonomamente l'uno dall'altro([505]).

Da ciò, secondo alcuni, discende la necessaria adozione di un approccio "contrattualista" nel governo dei rapporti tra portatori ed emittente, che valorizzi i normali canoni di interpretazione secondo correttezza e buona fede, oltre che il criterio della buona fede nell'esecuzione del contratto stesso([506]).

Si è visto però come altra opzione interpretativa, forse più aderente alle logiche proprie del diritto societario e dei rapporti tra maggioranza e minoranza nella società per azioni, potrebbe essere quella di rifarsi al principio generale di protezione del valore economico dei diritti vantati nei confronti

([505]) Cfr. F. GUERRERA, *I* warrants *azionari*, cit., 236, a giudizio del quale, mentre la facoltà di conversione inerisce *stricto sensu* alle condizioni del prestito obbligazionario convertibile "ed integra un aspetto essenziale della posizione giuridica dell'obbligazionista, il diritto documentato nel buono (cartolarmente autonomo o comunque separabile) costituisce una situazione soggettiva distinta, suscettibile di trasferimento, le cui vicende non incidono sul ciclo attuativo del rapporto di mutuo. Opinare diversamente significherebbe annettere al collegamento fra i due negozi una rilevanza che è palesemente contraddetta dalla logica finanziaria dell'operazione, ispirata alla volontà di scindere il rimborso del prestito obbligazionario dall'esecuzione dell'aumento di capitale condizionato".

([506]) Cfr. G. ROMAGNOLI, *Appunti sul* warrant, cit., 868-869.

dell'emittente la cui ricostruzione si è tentata di desumere dalla disciplina delle obbligazioni convertibili([507]).

1.1.3. *L'art. 2.2.16[2] del Regolamento di Borsa Italiana s.p.a. e le clausole di protezione dei portatori di* warrants *contenuti nei regolamenti di emissione*.

Nella direzione appena accennata si muove non a caso il Regolamento di Borsa Italiana s.p.a.([508]) che all'art. 2.2.16[2] del regolamento impone che "sia prevista a livello regolamentare l'effettuazione di rettifiche in occasione di eventi di natura straordinaria che riguardano l'emittente le azioni derivanti dall'esercizio dei *warrant*. Le rettifiche devono essere informate a metodologie di generale accettazione *e tendere a neutralizzare il più possibile gli effetti distorsivi dell'evento*"([509]). Analoghe le disposizioni rinvenibili nel contesto internazionale, per le quali si rinvia alla specifica sezione già ad esse dedicata([510]).

Occorre pertanto analizzare la disciplina concretamente stabilita dai singoli regolamenti di emissione, giacchè essa si configura come una proposta contrattuale accettata dai sottoscrittori al momento della sottoscrizione([511]).

Problematica è la sorte del diritto di conversione in ipotesi di riduzione del capitale per perdite *ex* artt. 2446 e 2447 c.c., che non implica alcun effetto pregiudizievole per i portatori di *warrants*, anzi migliorando in senso positivo la

([507]) Cfr. nel medesimo senso M. BARALDI, Warrants, cit., 184, che però fa ampio richiamo al principio di buona fede; F. GUERRERA, *I* warrants, cit., 29-30, 273 *ss*., 300 *ss*.; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 310.

([508]) Sul valore dei regolamenti emessi da Borsa Italiana s.p.a., cui generalmente viene riconosciuta natura di condizioni generali del contratto di domanda di ammissione alle negoziazioni, v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2004, 246; COSTI R., *Il mercato mobiliare*[7], Giappichelli, Torino, 2010, 225; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., 469 e 473.

([509]) L'art. IA.9.19 rubricato "Rettifica dei contratti di opzione su azioni", delle Istruzioni al Regolamento in questione indica poi una serie di operazioni, frequentemente realizzate dall'emittente i titoli di compendio, potenzialmente idonee a ledere i diritti dei portatori dei *warrants*.

V. ampiamente sul punto con riferimento alla precedente versione del regolamento M. BARALDI, *Il* warrant, cit., 634 *ss*.; con riferimento alla versione vigente ID., Warrants, cit., 37 *ss*., con ampia rassegna comparatistica, anche se ormai in parte superata dall'evoluzione subita dai vari ordinamenti, e 118 *ss*..

([510]) V. *supra* il Cap. II, § 2.

([511]) Cfr. M. BARALDI, Warrants, cit., 184; P. MARCHETTI, *Aumenti di capitale*, cit., 223.

percentuale di capitale opzionabile. La soluzione è stata individuata nella necessaria modifica del rapporto di cambio in proporzione alla misura della riduzione, analogamente a quanto disposto dall'art. 2420-*bis* per le obbligazioni convertibili([512]). Ciò, ancora una volta, sulla base della considerazione per cui "le disposizioni dettate dai commi 5° e 6° [ora 4° e 5°] dell'art. 2420-*bis* possono essere considerate espressione di principi di generale applicazione e, in quanto tali, estese – con i necessari adattamenti – ad ogni situazione di aspettativa degli obbligazionisti (e dei creditori sociali) aventi ad oggetto il futuro acquisto della qualità di socio"([513]).

Per il caso di aumento gratuito del capitale i regolamenti di emissione tendono così ad equiparare la posizione dei portatori di *warrants* a quella dei titolari di obbligazioni convertibili, prevedendo un adeguamento del rapporto di cambio([514]) o, in maniera funzionalmente analoga, una riduzione del corrispettivo richiesto per l'esercizio dell'opzione([515]). C'è poi chi ha proposto una modalità alternativa di tutela da attuarsi tramite il riconoscimento di un periodo di convertibilità anticipata, così da permettere ai portatori di beneficiare in qualità di nuovi azionisti dell'aumento gratuito([516]). La tesi non convince per le stesse ragioni già addotte in tema di obbligazioni convertibili con riferimento all'inopportunità di estendere analogicamente tale disciplina([517]).

Per le medesime ragioni non appare condivisibile quella tesi che, per il caso di riduzione volontaria del capitale, ha proposto l'applicazione analogica dell'art. 2420-*bis*[4] c.c., con conseguente possibilità di esercitare anticipatamente il diritto di conversione([518]). Come si è già avuto modo di osservare in tema di obbligazioni convertibili, infatti, l'operazione è del tutto ininfluente per i portatori di titoli convertibili([519]).

([512]) Cfr. M. BARALDI, *Warrants*, cit., 189; A. MORANO, *Considerazioni*, cit., 24; E. RIGHINI, Warrant, cit., 489.

([513]) Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni* cit., 485.

([514]) Cfr. M. BARALDI, *Warrants*, cit., 182.

([515]) Cfr. VITALI M. L., *Osservazioni*, cit., 202 nt. 44.

([516]) Cfr. A. MORANO, *Considerazioni*, cit., 21.

([517]) V. *supra* il § 1.5.2. V. inoltre quanto in proposito osservato da M. BARALDI, Warrants, cit., 184; e da M. L. VITALI, *Osservazioni*, cit., 203.

([518]) Cfr. A. MORANO, *Considerazioni*, cit., 25; E. RIGHINI, Warrant, cit., 489.

([519]) V. *supra* il Cap. II, § 1.5.1.1.

In caso di fusione e scissione, si è espressamente ritenuto applicabile anche ai *warrants* il disposto dell'art. 2503-*bis* c.c., con la conseguente che i portatori si vedrebbero riconosciuto sia un diritto di conversione anticipata sia "diritti equivalenti" nella società cui è attribuito dalla delibera di fusione o di scissione l'obbligo di provvedere alla consegna dei titoli di compendio([520]), secondo modalità analoghe a quelle approfonditamente descritte per le obbligazioni convertibili([521]). Per quanto sopra osservato si ritiene invece che l'attribuzione di diritti equivalenti non dipenda da un'opera di estensione analogica, ma dalla stessa immanente presenza del principio dell'equivalenza dei diritti più volte descritto.

Sempre in virtù dell'applicazione di tale principio le operazioni di raggruppamento e frazionamento di azioni, incidendo sia sul numero delle azioni circolanti sia sul rapporto di cambio originariamente stabilito, obbligheranno l'emittente a riparametrare in parallelo il numero delle azioni sottoscrivibili e il prezzo unitario di sottoscrizione([522]).

1.2. *I* warrants *"puri"*.

Un discorso a parte merita il problema concernente l'applicabilità analogica della disciplina dettata per le obbligazioni convertibili anche ai *warrants* c.d. "puri", non connessi ad alcun titolo obbligazionario. Di contro alle opinioni orientate nel senso di ammettere tale estensione([523]) si è infatti replicato da taluno che ciò non sarebbe possibile difettando al titolare di *warrants* puri la duplice veste di creditore attuale e azionista potenziale della società emittente([524]). Va però chiarito come (sembrerebbe che) tale ultima opinione sia stata espressa con riferimento alla sola possibilità di estendere analogicamente il meccanismo della convertibilità anticipata nell'ambito delle operazioni di fusione e scissione, senza prendere in considerazione il problema dell'attribuzione di diritti equiva-

([520]) Cfr. M. BARALDI, *Warrants*, cit., 186; F. GUERRERA, *I* warrants, cit., 288 *ss.* e 300 *ss.*; A. MORANO, *Considerazioni*, cit., 23; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni*, cit., 127 *ss.*.

([521]) V. *supra* il Cap. II, § 1.5.2.

([522]) Cfr. F. GUERRERA, *I* warrants, cit., 279 *ss.*.

([523]) Cfr. F. GUERRERA, *I* warrants, cit., 289; A. MORANO, *Considerazioni*, cit., 12; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 136.

([524]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 778; G. PALMIERI, *Scissione di società e circolazione dell'azienda*, Giappichelli, Torino, 1999, 216 nt. 37.

lenti([525]). L'assunto non si ritiene soddisfacente in quanto lascia del tutto irrisolto il problema della tutela del valore economico del diritto di conversione connesso al *warrant* c.d. "puro". L'opinione è quindi quella che, *mutatis mutandis*, per quanto riguarda la possibilità di estendere *l'intero sistema* di tutela del valore economico delle obbligazioni convertibili anche ai *warrants* puri, debbano valere le medesime considerazioni già esposte con riferimento alle obbligazioni con *warrants* in merito all'esigenza di individuare un principio più generale che obbliga la società emittente a risarcire i portatori di titoli diversi dalle azioni danneggiati dalle operazioni di ristrutturazione della struttura finanziaria poste in essere.

Si può così prendere in considerazione una recente sentenza di merito che ha espressamente affrontato il problema della tutela del valore economico del *warrant* puro nell'ipotesi di aumento di capitale da parte dell'emittente([526]). La decisione, adottando quell'ottica "unilateralmente" contrattualistica che si è già

([525]) Cfr. S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 778: "dal punto di vista del possessore di obbligazioni convertibili, la fusione rileva perché può riflettersi in modo diverso sul suo interesse di creditore rispetto a quello di potenziale socio, e può quindi rendere divergenti i due interessi che qualificano la sua posizione. La facoltà di conversione anticipata prevista dall'art. 2503-*bis*, comma 2 costituisce, appunto, lo strumento di soluzione di un conflitto tra i due interessi del possessore di obbligazioni convertibili, conflitto reso attuale e concreto proprio dalla fusione. Per questa ragione, la facoltà di conversione (*rectius*, di sottoscrizione) anticipata non spetta ai possessori di warrants azionari, rispetto ai quali tale conflitto non ha motivo di porsi".

([526]) Cfr. Trib. Ivrea, 1 settembre 2005, cit.. Questi i fatti di causa: la società emittente effettua un aumento di capitale e attribuisce ai sottoscrittori un *warrant* (ad esercizio continuo) per ogni azione con prezzo di sottoscrizione per ogni azione *cum warrant* di x. Il regolamento di emissione prevedeva la possibilità di esercitare l'opzione entro un termine di 60 gg al prezzo di y<x, poi maggiorato di un 15% per ogni anno successivo. Il regolamento prevedeva poi che qualora in pendenza del periodo di esercizio del *warrant* l'emittente avesse deliberato un aumento di capitale a pagamento il prezzo di esercizio dell'opzione sarebbe stato diminuito in base alla formula Pcum-Pex (pcum= media aritmetica degli ultimi cinque prezzi ufficiali dell'azione con *warrant*; pex= media aritmetica degli ultimi cinque prezzi ufficiali dell'azione senza *warrant*). Era prevista la possibilità che i *warrant* circolassero separatamente alle azioni cui originariamente erano stati abbinati. Durante il periodo di conversione l'emittente si fondeva per incorporazione e effettuava due aumenti di capitale a pagamento. Alla data di scadenza il prezzo di esercizio era di molto maggiore a x e anche rispetto al prezzo di mercato. Gli attori, portatori dei *warrants*, agirono per far valere i danni asseritamente subiti per effetto delle operazioni straordinarie poste in essere dall'emittente che, a loro dire, avevano modificato le condizioni cui esercitare l'opzione. Gli attori, in particolare, sostennero la vessatorietà ex art. 1469-*bis* c.c. della clausola di adeguamento del prezzo contenuta nel regolamento di emissione.

avuto modo di criticare([527]), di fronte ad un'azione degli obbligazionisti tesa ad ottenere la risoluzione per inadempimento di un contratto di sottoscrizione di *warrants*, ha escluso in radice l'utilizzabilità del rimedio, e quindi la stessa possibilità di tutelare la perdita di valore economico conseguente ad un aumento di capitale, per il solo fatto che non era possibile individuare un "corrispettivo specifico ed esplicito per la consegna dei warrants [così escludendo] la sinallagmaticità del rapporto ad essi relativo e con essa la domanda di risoluzione"([528]). La decisione in parola ha inoltre escluso che l'emittente avesse violato il principio di buona fede compiendo operazioni incidenti sul valore economico del diritto di conversione e rifiutandosi di porre in essere meccanismi di tutela idonei ad evitare tale danno. Ciò poiché l'ordinamento sarebbe del tutto indifferente "rispetto all'eventuale squilibrio economico", oltre a non prevedere una funzione della buona fede in senso correttivo ma solo integrativo degli accordi tra privati.

In questa sede non si può che rimandare a quanto già si è osservato([529]) in merito a quei tentativi giurisprudenziali e dottrinali che, spesso con argomentazioni molto più che convincenti, hanno dimostrato che l'attuale estensione del principio di buona fede oggettiva nel nostro ordinamento è tale da permettere agevolmente di ricorrervi in casi simili a quello appena esposto per fondare un dovere di adeguamento del rapporto in funzione delle mutate circostanze. A ciò si aggiunga che tale obbligo di adeguamento trova nell'ambito delle operazioni straordinarie compiute dalla società emittente un ulteriore fondamento nell'individuazione di quello che è stato definito come "principio dell'equivalenza dei diritti", in base al quale la società può compiere in molteplici casi operazioni che vanno a danneggiare i propri titoli - e quindi i portatori dei medesimi – a patto di risarcire il danno causato.

1.3. *I* reverse convertible bonds.

Le obbligazioni convertibili, inoltre, si distinguono anche dai c.d. "*reverse convertible bonds*", in cui l'esercizio dell'opzione e, quindi, la conversione del debito in capitale non è frutto di una libera scelta dei portatori, ma può dipen-

([527]) Cfr. *supra* il Cap. I, § 2.
([528]) Cfr. Trib. Ivrea, 1 settembre 2005, cit..
([529]) V. *supra* il Cap. I, § 2.6.

dere o dalla volontà della società emittente medesima([530]) o dall'operare di meccanismi automatici legati al raggiungimento di determinati eventi condizionati (*triggers*). In questo caso è abbastanza agevole escludere che sussistano le medesime esigenze di tutela ravvisabili nell'ambito dei titoli sinora esaminati, dato che il perseguimento dell'interesse economico dei portatori di tali titoli non può ravvisarsi nel massimizzare il valore del diritto di conversione, la cui attuazione è rimessa o ad un altro soggetto (l'emittente) o al verificarsi di predeterminate condizioni oggettive. Non si porrà pertanto nessun problema di protezione del valore economico del diritto di conversione né di estensione analogica della disciplina dettata per le obbligazioni convertibili([531]).

([530]) Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, cit., 238-239, che considera tale possibilità esclusa per contrarietà a norme imperative, "posto che la facoltà di rimborso anticipato delle obbligazioni contraddice nella sua essenza il patto di opzione in base al quale il diritto dell'oblato non può essere vanificato dal comportamento del contraente assoggettato, contraddicendo il principio della convertibilità"; in senso conforme v. App. Brescia, 4 maggio 1984, cit., 471, che argomenta sostenendo che il rimborso a discrezione dell'emittente comporterebbe una soppressione del diritto di conversione, tale da necessitare di un'approvazione dell'assemblea speciale, non superabile invocando il principio di autonomia contrattuale. Non si ritiene però che le argomentazioni appena esposte colgano nel segno, dato che le obbligazioni convertibili a discrezione dell'emittente costituiscono un tipo di prestito obbligazionario autonomo e distinto rispetto a quello convertibile "proprio".

In senso favorevole all'emissione di tale tipologia di prestito, ma a patto che insieme all'anticipato rimborso del prestito sia consentita anche una, previa, anticipata conversione delle obbligazioni, v. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit.; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 74 e 271; V. COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili*, cit.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 5; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 3 nt 1. V. inoltre sul punto A. GIANNELLI, sub *art. 2411*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Egea, Milano, 2006, 74-75 nt. 121, che esclude per tale tipologia di strumenti l'applicabilità della disciplina di cui all'art. 2411[3] c.c., giacché l'entità del rimborso del capitale dipende sì da parametri oggettivamente determinabili ma che non attengono all'andamento economico dell'emittente.

([531]) Cfr., con specifico riferimento alla facoltà di conversione anticipata, S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 779. In generale v. A. GIANNELLI, sub *art. 2420*-bis, cit., 266; S. LUONI, *Obbligazioni*, cit., 230 *ss*.. V. però V. DONATIVI, *Le obbligazioni*, cit., 328-329, il quale ritiene che l'affermazione "meriterebbe probabilmente maggiore riflessione, considerato che la differente titolarità del diritto di scelta in ordine alla conversione non sembra giustificare la soggezione dell'obbligazionista a quella ce, in assenza dei correttivi di cui al 4° e 5° comma dell'art. 2420-bis, diverrebbe una vera e propria alea in ordine alla portata e al contenuto economico del proprio investimento", per poi riconoscere come sia preferibile che "la materia trovi compiuta di-

1.4. *Gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346 c.c. convertibili in azioni dell'emittente*.

Il principio di equivalenza sopra individuato avrebbe agevole gioco nell'applicazione agli strumenti finanziari di debito convertibili in azioni dell'emittente([532]), così tutelando anche in questo caso il valore economico del diritto di conversione, superabile attraverso un voto dell'assemblea di categoria che in questo caso, a differenza che per le obbligazioni con *warrant*, è legislativamente prevista in modo espresso dall'art. 2376 c.c. per i soli "strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi"([533]), ma si ritiene possa essere estesa anche agli strumenti partecipativi privi di diritti amministrativi([534]). Ciò anche senza ricorrere, come pure è stato suggerito([535]), ad un'estensione analogica della disciplina dettata per le obbligazioni convertibili([536]).

---

sciplina nei regolamenti di emissione e dunque, in definitiva, che la stessa sia rimessa all'autonomia privata".

([532]) Sulla possibilità di creare strumenti finanziari partecipativi con diritto di conversione anche in altri strumenti o in azioni, v. la Relazione ministeriale al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (§ 3.4), nonché F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, IPSOA, Milano, 2004. Sugli strumenti finanziari e sulla possibilità che essi rappresentino sia capitale di debito sia capitale di rischio v. M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 542 *ss.*; A. STAGNO D'ALCONTRES, sub *art. 2346 c.c.*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, I, Jovene, Napoli, 2004, 251; contra v. però F. MAGLIULO, *Le categorie*, cit., 28.

([533]) Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 310.

([534]) Cfr. M. CIAN, *Investitori non azionisti*, cit., 750 nt. 47; G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 805 *ss.*, in part. 816; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 646 *ss.*. Rileva la apparente incomprensibilità della formulazione della norma M. S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. Banca*, 2003, I, 205 *ss.*, in part. 215. In senso contrario, per una interpretazione letterale della norma, v. però C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 420 nt. 68. V. inoltre N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, *cit.*, 88, a parere della quale la mancata previsione di un'organizzazione di categoria farebbe rivivere il principio consensualistico, senza però considerare che tale differenza di trattamento, anche alla luce della genesi storica del metodo delle assemblee speciali (v. infra il § 1.6), sarebbe del tutto incomprensibile.

([535]) S. CACCHI PASSANI, sub *art. 2503*-bis, cit., 778.

([536]) Sulla connessa questione circa la possibilità di estendere l'organizzazione corporativa di cui agli artt. 2415 c.c. anche agli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346[6] c.c. assimilabili alle azioni v. M. CIAN, *Investitori non azionisti*, cit., 756, il quale propende per la soluzione negativa, argomentando in base "alla logica di una ben precisa geometria di sistema, nella quale [gli strumenti partecipativi], in quanto più affini, o sul piano patrimoniale o su quello ammini-

Si ritiene invece che agli strumenti finanziari di cui è parola sia applicabile anche il dettato di cui all'art. 2503-*bis* c.c., in quanto espressione di un più generale principio regolante i rapporti tra singolo e collettività a sua volta desumibile dall'art. 2419([537]) c.c., con la conseguenza che il gruppo può paralizzare le iniziativa del singolo([538]).

1.5. *Obbligazioni convertibili in strumenti finanziari diversi dalle azioni*.

La possibilità che il fenomeno della convertibilità preveda che il titolo sottostante sia rappresentato da uno strumento finanziario *ex* art. 2346[6] c.c. o *ex* art. 2447-*ter*, lett. e, c.c. non è espressamente prevista dall'art. 2420-*bis* c.c., essendo tali strumenti stati introdotti successivamente, con la riforma del diritto societario([539]). Dubbia è però la possibilità di effettuare un'opera di estensione analogica; opera che, si è sostenuto([540]), avrebbe probabilmente anche poco spazio applicativo, giacché la natura stessa degli strumenti offerti in conversione avrebbe poche possibilità di interferire con i diritti, attuali e potenziali, dei soci.

1.6. *Le azioni di risparmio, l'art. 145[2] T.U.F. e "i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni"*.

Come noto, l'emissione di azioni di risparmio è consentita esclusivamente a società con azioni ordinarie già quotate, così che la previa quotazione delle

---

strativo, al rapporto azionario, ne condividono la regolamentazione (anche) dal punto di vista della (assente, o, meglio, rimessa all'autonomia statutaria) organizzazione di categoria". Nel senso invece dell'irrilevanza del contenuto degli strumenti partecipativi v. nell'ambito delle operazioni di fusione e scissione M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, I***, UTET, Torino, 2004, 259 *ss*., in part. 294 nt. 674; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 492 *ss*. nt. 17; V. SANTORO, sub *art. 2346 c.c.*, in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003, 125 *ss*., in part. 131.

([537]) V. *supra* quanto osservato alla nt. 96 e al testo corrispondente.

([538]) Cfr. M. CIAN, *Investitori non azionisti*, cit., 757. Per quanto riguarda la revoca dello stato di liquidazione v. G. NICCOLINI, *La "revoca dello stato di liquidazione" delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 4, UTET, Torino, 2007, 31 *ss*., in part. al § 5.

([539]) Cfr. sul punto A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., 265 e nt. 19, ove bibliografia sui casi antecedenti alla riforma di obbligazioni a breve termine convertibili in obbligazioni a più lunga durata, di obbligazioni convertibili in quote di fondi comuni d'investimento.

([540]) Cfr. A. GIANNELLI, sub. *art. 2420* bis, cit., *loc. ult. cit*..

ordinarie costituisce condizione indefettibile per l'emissione delle azioni di risparmio([541]).

Sulla base di queste premesse si comprende allora come gli azionisti di risparmio potrebbero essere danneggiati, o comunque sussiste la necessità di chiarire la loro sorte, non solo in caso di *delisting* delle azioni di risparmio stesse([542]) - cui questi ultimi non possono aver consentito in quanto non oblati nell'eventuale precedente offerta pubblica né votanti in un eventuale deliberazione - ma anche nell'ipotesi di revoca dalle quotazioni delle azioni ordinarie, che in ogni caso, anche prescindendo da come si voglia intendere più nello specifico la *ratio* degli artt. 145 ss. T.U.F., rappresentano un "punto di riferimento" ineliminabile per la categoria "azioni di risparmio"([543]).

Dopo una *querelle* dottrinaria([544]), la duplice eventualità sopra accennata è attualmente regolata dall'art. 145[2] del T.U.F., ai sensi del quale l'atto costitutivo

---

([541]) Sulle ragioni di tale scelta v. A. BARTALENA, *Le azioni di risparmio*, Pisa, 1999, 48 e nt. 69; G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio*, cit., 190 nt. 21; C. SANTAGATA, sub *art. 145*, in *Testo Unico della Finanza, Commentario* diretto da Gian Franco Campobasso, UTET, Torino, 2002, II, 1172, che ritengono che il legislatore abbia voluto riservare l'emissione di azioni di risparmio a società ad azionariato diffuso, condizione che normalmente sussisterebbe solo per le azioni ordinarie. Secondo altri invece ciò consentirebbe alle azioni di risparmio di essere prezzate con maggior accuratezza, prendendo a riferimento la quotazione delle azioni ordinarie, v. U. BELVISO, sub *art. 145*, in ALPA-CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 1333; SEPE M., sub *art. 145*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario*, Giuffrè, Milano, 1998, 765.

([542]) Sul punto v. G. E. COLOMBO, cit., 367, che sottolinea il "valore" di un mercato "liquido" che permetta una facile dismissione dell'investimento effettuato.

([543]) V. G. E. COLOMBO, cit., 367, che individua il pregiudizio nel fatto che, "venuta meno la quotazione delle ordinarie, le risparmio non risentiranno più dell'effetto «trainante» - sia pur con l'usuale scarto negativo – dei corsi delle azioni ordinarie".

([544]) Antecedente alla formulazione dell'art. 145[2] T.U.F. la dottrina era divisa tra chi riteneva che il *delisting* delle ordinarie non influisse sulla sorte delle azioni di risparmio, che avrebbero continuato a rimanere quotate, cfr. M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Giuffrè, Milano, 1981, 134, che sottolineava come "la totale assenza di indicazioni positive nella legge rende estremamente arduo proporre dei criteri di soluzione che non risultano affidati unicamente alle scelte discrezionali dell'interprete", formulando quindi l'augurio per un intervento normativo *ad hoc*; S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 1999, 994; R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, 1212 *ss.*, in part. 1232; M. NOTARI, *Le azioni di risparmio*, in MARCHETTI-BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza, Commentario*, Giuffrè, Milano, 1999, 1543; e chi invece ne faceva discendere il venir meno della quotazio-

della società emittente deve stabilire "i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio"([545]).

Secondo una delle opzioni interpretative formatesi la norma in questione imporrebbe alla società emittente di prevedere nell'atto costitutivo diritti diversi ed *ulteriori*([546]) per gli azionisti di risparmio in caso di *delisting*, senza però fissare una misura minima inderogabile di tali obblighi([547]). Si è così ipotizzato

---

ne, v. G. CASTELLANO, *L'ammissione, di diritto e d'ufficio, alla quotazione di borsa: appunti*, in *Giur. comm.*, I, 244; F. GALGANO, «*Diritto commerciale*» - *Le società*, Zanichelli, Bologna, 1996, 385.

Nell'ipotesi di *delisting* delle stesse azioni di risparmio si riteneva poi che esse avrebbero conservato i medesimi diritti, v. C. ANGELICI, *Le* azioni, cit., 176; M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 164 *ss.*; A. MAISANO, *Revoca della quotazione dei titoli sociali e azioni di risparmio*, in *Vita not.*, 1981, I, 57 (e in *Studi in memoria di Gaetano Costa*, Giuffrè, Milano, 1982, 225 *ss.*). G. FERRI, *Le società*[3], cit., 473, propendeva invece per la conversione *ex lege* delle risparmio in ordinarie, considerandola l'unica strada idonea a tutelare l'esigenza degli azionisti-risparmiatori di liquidare agevolmente l'investimento effettuato.

([545]) Sul quale, oltre ai contributi citati nelle note precedenti v. N. ABRIANI, *Commento all'art. 145*, in *Giur. it.*, 1998, 1996 *ss.*; i contributi di Colombo e Marchetti raccolti in Delisting *e azioni di risparmio (due pareri contrapposti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, 364 *ss*; definisce l'art. 145, comma 2°, "norma di singolare pregnanza" V. BUONOCORE, *La riforma delle società quotate*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di Bonelli, Buonocore, Corsi, Costi, Ferro-Luzzi, Gambino, Jaeger, Patroni Griffi, Atti del Convegno di S. Margherita Ligure, Giuffrè, Milano, 1998, 55. V. inoltre P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio,* vingt ans après, *ivi*, 235; D. GALLETTI, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società "quotate"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 608 *ss.*, in part. 621 *ss.*; ID., *Commento all'art. 145 d. lgs. n. 58/1998*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2001, 215 *ss.*. Per un'opinione sull'effettività di tale previsione v. P. A. SPITALIERI, *La disciplina delle offerte pubbliche*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 1999, 669, il cui dubbio è che "l'ampia facoltà di scelta lasciata alle società possa essere *ante tempore* strumentalizzata come tecnica di difesa e che la stessa possibilità contrasti con una legislazione che, in via generale, si concreta in un sistema impositivo di obblighi".

([546]) Successivamente all'entrata in vigore dell'art. 145[2] la Assonime aveva sostenuto che il contenuto precettivo della norma si limitasse a imporre una "precisazione" circa la sorte delle azioni di risparmio in caso di *delisting*, senza contemplare l'attribuzione di diritti ulteriori, v. ASSONIME, *Clausola statutaria – Diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni – Legittimità – Testo Unico della Finanza (decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)*, *Note e studi* n. 3/2001.

([547]) Cfr. in tal senso U. BELVISO, sub *art. 145*, cit., 1333; G. E. COLOMBO, cit., 369, che però (372) esclude la possibilità per l'autonomia statutaria di attribuire agli azionisti di risparmio il diritto di recesso, conclusione ormai superata dall'espressa previsione dell'art. 2437-*quinquies* c.c.; S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio*, cit., 994 *ss.*, D. GALLETTI, *Commento*, cit., 212; M. NOTARI, *Le azioni di*

che un'equa compensazione potrebbe rinvenirsi in una modifica in aumento dei privilegi patrimoniali, o in una più ampia attribuzione di diritti di informazione e di controllo, o, in caso di *delisting* delle sole azioni di risparmio, nell'attribuzione del diritto di chiederne la conversione in azioni ordinarie o in azioni a voto limitato (attributive del voto solo nelle assemblee straordinarie)([548]).

In senso contrario rispetto a tale ricostruzione, si è da un canto sostenuto che, malgrado l'uso dell'indicativo (l'atto costitutivo "deve stabilire"), l'art. 145[2] potrebbe ritenersi norma "pleonastica", "di mera conferma della possibilità di avvalersi, in caso di revoca dalla quotazione, di strumenti già ad appannaggio dell'autonomia negoziale"([549]). La soluzione prospettata, però, non convince: una "mera precisazione" circa la sorte delle azioni di risparmio in caso di *delisting*, oltre ad obliterare arbitrariamente il contenuto precettivo di una norma, non avrebbe ragion d'essere, soprattutto alla luce dell'ormai acquisito risultato per cui tale evento non fa venir meno la categoria, né di per sé modifica i diritti ad essa attribuiti([550]).

Non priva di forza persuasiva è poi quell'opinione basata su un'attenta esegesi dei lavori preparatori del T.U.F., dai quali emergerebbe "unicamente la volontà di imporre che gli statuti disciplinino con chiarezza la sorte delle azioni di risparmio"([551]), senza che venga data "nessuna indicazione ... su come disciplinare gli effetti del venir meno della quotazione"([552]), men che meno nel senso di una disciplina "migliorativa, «risarcitoria», per le azioni di risparmio una

---

risparmio, cit., 1545; P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 211 *ss.*, in part. 217 nt. 9.

([548]) Cfr. G. E. COLOMBO, cit., 372, che inoltre esclude l'opportunità di prevedere una "conversione automatica delle azioni di risparmio in azioni ordinarie o privilegiate a voto limitato (a meno che queste assicurino privilegi patrimoniali eguali a quelli già attribuiti alle risparmio): tale soluzione infatti potrebbe rivelarsi contraria agli interessi degli azionisti di risparmio, tipicamente mirati esclusivamente al privilegio patrimoniale e per nulla al voto".

([549]) Cfr. M. NOTARI, *Le azioni di risparmio*, cit., 1544. V. inoltre C. SANTAGATA, sub *art. 145*, cit., 1173, che però fonda il proprio convincimento circa la non obbligatoria previsione di diritti compensativi sul debole argomento letterale per cui la norma dice "stabilisce" e non "deve stabilire", quando invece notoriamente il modo indicativo può avere funzione precettiva.

([550]) Cfr. G. E. COLOMBO, cit., 368.

([551]) Cfr. P. MARCHETTI, cit., 375.

([552]) *Ibidem*.

volta che la quotazione venga meno"([553]). Inoltre, da un punto di vista letterale, quest'opinione valorizza la distinzione tra primo e secondo periodo dell'art. 145[2]: il primo indica espressamente agli statuti un criterio direttivo "rigido", secondo il quale le azioni di risparmio devono determinare "il contenuto del privilegio" patrimoniale che caratterizza il tipo azioni di risparmio; il secondo invece non pone alcun vincolo alla libertà statutaria, in ciò ponendosi in coerenza con l'ispirazione contrattualistica del testo unico([554]).

1.6.1. *Il recesso ex art. 2437*-quinquies *c.c. come idoneo strumento di tutela?*

Le opinioni appena esposte, formulate nella stragrande maggioranza anteriormente alla riforma del 2003, ricevono poi un nuovo stimolo dall'introduzione della nuova causa di recesso di cui all'art. 2347-*quinquies* c.c., costituita dal dissenso nei confronti di una deliberazione sociale "che comporta l'esclusione dalla quotazione"([555]).

La norma in questione ha indubbia portata innovativa, poiché prima della sua introduzione la maggioranza degli autori negava che l'art. 145[2] T.U.F. consentisse all'autonomia statutaria di disegnare una nuova ed autonoma causa di

([553]) *Ibidem*.

([554]) Cfr. D. GALLETTI, *Azioni di risparmio*, cit., 614, che sottolinea come "nell'art. 145, comma 2°, si condensano, più che in ogni altro luogo nel t.u.f., le aspirazioni dei redattori verso la *deregulation* e la diminuzione del coefficiente di imperatività tipico del nostro ordinamento".

([555]) L'esclusione dalla quotazione può essere sia l'oggetto diretto della delibera (c.d. "*delisting* puro", qualora lo si ammetta, v. sul punto M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinquies *c.c.,* in *Riv. dir. comm., 2004,* I, 543 *ss.* e 529, ove giustamente è ravvisata un'identità di *ratio* tra la necessità di assicurare l'*exit* al socio dissenziente e quella in cui il "rastrellamento di una significativa quantità di azioni da parte di un solo socio … compromette la liquidità del mercato"; esigenza, quest'ultima, alla base dell'istituto dell'ex O.P.A. residuale, ora "obbligo di acquisto", *ex* art. 108 T.U.F.;) sia quello indiretto o mediato, sul punto v. S. CARMIGNANI, sub *art. 2437*-quinquies, in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003, 898 *ss*., che porta proprio l'esempio della conversione forzata di azioni privilegiate quotate in azioni ordinarie non quotate; DE ANGELIS L., *La perdita della quotazione in borsa: tutela dei soci e diritto di recesso*, in *Società*, 1996, 756 *ss*., in part. 758 dove prende in considerazione l'ipotesi di conversione obbligatoria; D. GALLETTI, sub *art. 2437*-quinquies, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, II, CEDAM, Padova, 2005, 1625 *ss*., in part. 1626 che parla di una "qualsiasi operazione che comunque determini la revoca della quotazione, secondo un criterio di pura causalità eziologica"; M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione*, (*cit*. supra), 529; A. PACIELLO, sub *art. 2437*-quinquies, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (diretto da), *Società di capitali. Commentario*, ESI, Napoli, 2004, 1140 *ss*..

recesso come conseguenza della revoca delle quotazioni([556]); ciò anche se, a ben vedere, l'ostacolo rappresentato dalla tassatività delle cause di recesso([557]) poteva essere ben superato dalla previsione circa la possibilità di un acquisto di azioni proprie da parte della società emittente ad un prezzo "equo", con ciò concedendo ai soci dissenzienti un vero e proprio recesso([558]).

E' allora necessario chiedersi, anche alla luce del più volte ricordato prin-principio dell'equivalenza dei diritti che regola la materia, se il diritto di recesso riconosciuto dall'art. 2437-*quinquies* c.c. costituisca un'idonea misura compensativa, sicché potrebbero essere accolte quelle visioni che tendono a svuotare l'autonoma portata precettiva dell'art. 145[2] T.U.F., o se, invece, l'emittente sia obbligato a prevedere strumenti di tutela ulteriori.

Innanzitutto può osservarsi come il diritto di recesso in parola operi solo nel caso di *delisting* volontario, frutto di espressa deliberazione dell'emittente. Rimangono perciò fuori tutti i casi in cui la revoca della quotazione è conseguenza di un provvedimento dell'autorità regolatrice del mercato come, ad esempio, nell'ipotesi di OPA totalitaria seguita da *sell out* o *squeeze out*([559]).

In secondo luogo, anche per le ipotesi di *delisting* volontario, è necessario prendere in considerazione il metodo di calcolo utilizzato per determinare il valore della partecipazione in caso di diritto di recesso ordinario da società quotata *ex* art. 2437-*ter*[3] c.c., basato non sul valore attuale di mercato ma, come si vedrà almeno sino a tempi recentissimi, *esclusivamente*([560]) sulla media aritmetica dei valori registrati nei sei mesi antecedenti all'esercizio del recesso stesso.

([556]) Cfr. G. E. COLOMBO, cit., 371; S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio*, cit., 997; P. MARCHETTI, cit., 376-377; C. SANTAGATA, sub *art. 145*, cit., 1174. Favorevoli invece D. GALLETTI, *Azioni di risparmio*, cit., 622 e, ma senza motivazione, U. BELVISO, sub *art. 145*, cit., 1337.

([557]) Tuttora vigente per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (arg. *ex* art. 2437[4] c.c.), sulla disciplina previgente v. GRIPPO G., *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, VI, 1, UTET, Torino, 1993, 143 *ss*..

([558]) Cfr. D. GALLETTI, *Azioni di risparmio*, cit., 622.

([559]) Cfr. quanto già osservato in A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, cit., 103.

([560]) Prima delle recenti modifiche si discuteva infatti il criterio della media aritmetica dei prezzi nei sei mesi precedenti fosse integrabile o sostituibile dall'autonomia statutaria con altri elementi di valutazione. In senso favorevole depone il tenore letterale dello stesso art. 2437-*ter*[3] c.c., che qualifica il riferimento a detto criterio come "esclusivo", e per questa opinione v. S. CARMIGNANI, *Art. 2437*-ter, in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 892; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv*.

Le condivisibili esigenze di certezza proprie del mercato finanziario, viste sia dal lato della società emittente che da quello degli investitori, che devono entrambi avere contezza di quanto rispettivamente costerà e frutterà l'esercizio del recesso([561]), hanno pertanto indotto il legislatore a temperare fortemente il principio di equa valorizzazione della partecipazione dettato in tema di società chiuse, una delle grandi novità della riforma del 2003, secondo il quale gli amministratori nel determinare il valore della partecipazione in caso di recesso devono tener conto, oltre che della consistenza patrimoniale attuale della società emittente, anche "delle sue prospettive reddituali". La premessa teorica implicita, ma non celata, della scelta compiuta risiede in un'adesione convinta alla c.d. teoria del mercato dei capitali efficienti (*efficient market hypoteses*)([562]), nella sua versione semi-forte([563]), secondo la quale i prezzi di mercato dei titoli rifletterebbero le stime compiute dagli investitori, sulla base delle informazioni rese pubbliche, circa le aspettative di redditività della società emittente.

Anche volendo prescindere dalle penetranti critiche cui la teoria in questione è stata sottoposta da parte dei seguaci della c.d. "finanza comportamentale"([564]), è possibile osservare che in ogni situazione in cui la società emittente ponga in essere operazioni di finanza straordinaria volte all'estrazione di bene-

---

soc., 2005, 508; D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2000, 349 *ss*.; P. M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc*., 2005, 481; M. STELLA RICHTER JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm*., 2004, I, 399 *ss*.. Di contrario avviso, nel senso della derogabilità del "metodo della media aritmetica", v. R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 929; D. U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei Dd. Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003, 82. V. infine M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc*., 2005, 422 *ss*., che propendeva per l'adozione anche di altri criteri statutari che però rispettassero la *ratio* ispiratrice dell'art. 2437-*ter*[3] c.c..

([561]) Cfr. ampiamente sul punto A. POMELLI, Delisting, cit., 421.

([562]) La letteratura sul tema è vastissima, imprescindibile il richiamo a GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, cit.; ID., *The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later*, cit..

([563]) La distinzione tra *weak*, *semi-strong* and *strong form* della suddetta teoria, basata su analisi empiriche circa l'attendibilità dell'andamento del prezzo di un titolo, è dovuta a E. F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *J. Fin*., 1970, 383 *ss*.; sul punto, per un approfondimento e per ampi rimandi bibliografici v. C. ANGELICI, *Su mercati finanziari, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm*., 2010, I, 1 *ss*., in part. 15-16 e bibliografia citata in nota.

([564]) Cfr., per un'esposizione agile, A. SHLEIFER, *Inefficient markets: An Introduction to Behaviorial Finance*, Oxford, 2000.

fici privati a scapito degli investitori le asimmetrie informative giocano un ruolo importante nell'allontanare la corrispondenza, ovviamente solo tendenziale, tra valore intrinseco dell'impresa e prezzo di mercato delle azioni([565]). Inoltre, la scelta di prendere a riferimento non il valore immediatamente precedente alla diffusione della notizia ma quello del semestre anteriore, seppur intimamente razionale([566]), si presta a possibili abusi, o quantomeno a comportamenti opportunistici, da parte dell'emittente o degli azionisti di maggioranza([567]). Costoro infatti potrebbero decidere di attuare l'operazione a seguito di un periodo di eccezionale ribasso dei corsi azionari, a volte addirittura volontariamente da lui stesso causato([568]), confidando sull'esercizio del recesso da parte della minoranza, per poi così appropriarsi dei benefici in termini di maggior valore della partecipazione attesi in base ad informazioni privilegiate in suo esclusivo possesso([569]). Per quanto poi possa rilevare una comparazione di tal fatta, varrà far

([565]) Cfr. per un interessante approfondimento, C. ANGELICI, *Su mercati finanziari,* cit., 13, che rileva come "molteplici fattori, anche di ordine teorico, convincono dell'esigenza che, ai fini almeno dell'analisi *giuridica*, si riconosca al mercato un grado di inefficienza tale da assegnare rilevanza ad una divaricazione tra valore reale e quotazione di mercato" [corsivo nel testo].

([566]) Cfr. A. POMELLI, Delisting, cit., 426, che osserva come la scelta di una finestra temporale particolarmente estesa come quella semestrale abbia la funzione di "neutralizzare … la componente anomala che ha inciso sulla formazione del prezzo di mercato in seguito al propagarsi [spesso ufficioso] della notizia della futura operazione".

([567]) E ciò anche se la norma individua il momento dal quale computare il semestre non nella data della deliberazione assembleare ma nella data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea medesima, al chiaro scopo di "prendere in considerazione solo i prezzi di borsa formatisi in un periodo in cui il mercato ignorava (e pertanto non scontava) la modificazione statutaria o l'evento causa del recesso", v. per tali considerazioni M. NOTARI, *Il* recesso, cit., 532 nt. 5. L'accorgimento non impedirebbe infatti al gruppo di controllo di porre in essere le strategie descritte alle note seguenti.

([568]) E' stato infatti osservato che è ben possibile che un'azionista di maggioranza imponga decisioni dannose per la società al solo fine di poter deprimere il valore della partecipazione ai fini del recesso, v. sul punto A. POMELLI, *Delisting*, cit., 466; SUBRAMANIAN G., *Fixing Freezeouts*, cit.. Ad un livello più generale v. le considerazioni di C. ANGELICI, *Su mercati finanziari*, cit., 14 *ss*., che rileva come i comportamenti degli amministratori "al di là del comune significato di atti imprenditoriali, direttamente o indirettamente contengono ... informazioni per il mercato e così, *anche a prescindere dagli effettivi risultati gestionali*, possono incidere sul valore di mercato delle azioni" [corsivo nel testo].

([569]) Cfr. sul punto L. A. BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice*, *cit*., 1711; ATANASOV-BLACK-CICCOTELLO, *Law and tunneling*, cit., 25; GILSON-GORDON, *Controlling Controlling Shareholders, in University of Pennsylvania L. Rev., 2003, 787*; MAUG, *Efficiency and Fairness in Minority Freezeouts:*

presente che anche l'esperienza nordamericana, proprio sulla base di considerazioni del tutto simili a quelle appena esposte, tende a svalutare l'efficacia protettiva nei confronti delle minoranze dei meccanismi di mercato([570]). A tal proposito varrà ricordare come lo stesso ordinamento del Delaware, malgrado preveda una specifica *market exemption* per il recesso da società con titoli quotati([571]), conosce una "*exemption to the exemption*" per l'ipotesi, ammessa in quell'ordinamento, di fusione con corresponsione ai soci di minoranza di denaro (*cash-out merger*)([572]), con la conseguenza che ai soci di minoranza è consentito attivare il complesso meccanismo giudiziale di determinazione dell'*appraisal value*.

Il quadro normativo sulla base del quale si sono svolte le riflessioni che precedono è però di recente stato totalmente modificato dall'art. 20[3] del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, conv. nella l. 11 agosto 2014, n. 116 che, probabilmente anche in ragione delle critiche da più parti sollevate all'eccessiva rigidità del sistema congegnato dall'art. 2437-*ter*[3] c.c. ha eliminato la necessità di fare esclusivo riferimento al criterio della media aritmetica, concedendo all'autonomia statutaria la possibilità di prevedere "che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri indicati dai commi 2 e 4 del presente articolo [*i.e.* consistenza patri-

---

Takeovers, Overbidding, and the Freeze-in Problem, in *International Review of Law and Economics*, 2006, 355 *ss*..

([570]) Cfr. F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa"*, cit., nt. 104, in cui una citazione dei *Principles of Corporate Governance* dell'A.L.I (§§ 7.21-5) ove è illustrata "l'inadeguatezza dei meccanismi di mercato a tutelare gli azionisti esterni" proprio in ragione del rischio che il prezzo dei titoli sconti il rischio di manovre vessatorie a danno della minoranza, ragione per cui anche le legislazioni statali hanno progressivamente eliminato la c.d. *stock exchange exception* in favore di criteri diretti a favorire maggiormente il *fair value* del recesso; A. POMELLI, Delisting, cit., nt. 46; M. VENTORUZZO, *Freeze-outs,* cit., 857, rileva come il fatto che il valore di recesso non tenga strutturalmente conto degli eventuali guadagni di valore del titolo per effetto dell'operazione legittimante il recesso stesso (i cc.dd. "post acquisition gains"), fattore comune all'esperienza americana ed europea, "makes sense when a fully informed minority … freely decides to liquidate its investiment trogh appraisal. But when minority shareholders are not given this option, *and are instead forced out at a price unilaterally determined by the controlling shareholders or directors*, it is unfair to ignore post acquisition gains" (enfasi aggiunta).

([571]) V. ad esempio il MODEL BUS. CORP. ACT. § 13.02(b)(1)(2002).

([572]) V. sul punto M. VENTORUZZO, *Freeze outs*, cit., 856, il quale, rilevando la stretta conseguenzialità logica delle soluzioni adottate dalle visioni più generali sull'efficienza del mercato dei capitali, fa presente come in queste occasioni "the market price might not reflect the shares' fair value because it has discounted for the possibility of a majority freeze-out".

moniale, prospettive reddituali, valore di mercato delle azioni, con possibilità di rettificazione dei valori di bilancio] fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio indicato dal primo periodo del presente comma [*i.e.* media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi]"([573]).

A ben vedere, però, la cennata innovazione, limitandosi a fissare una misura minima pari alla media aritmetica dei prezzi degli ultimi sei mesi, lascia ancora aperti molteplici degli accennati problemi connessi ai possibili comportamenti opportunistici dell'emittente e ai conseguenti problemi di azione collettiva dei portatori dei titoli.

Alla luce di quanto sin qui osservato appare quindi chiaro che l'efficacia rimediale del diritto di recesso dipende in larga parte dal contesto in cui esso viene esercitato, ed in particolare se la scelta concernente il suo esercizio possa essere considerata "libera ed informata". Come però si è avuto modo di osservare ([574]), la coercitività di un'operazione può incidere sulla scelta di recedere al punto tale da inficiare il presupposto fondamentale su cui si basa l'efficacia del diritto di *exit*, il cui esercizio dovrebbe essere frutto di un libero e ponderato dissenso dell'azionista recedente rispetto alla decisione assunta dalla maggioranza assembleare.

([573]) Per una prima opinione v. P. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat-Chrysler*, in *Riv. soc.*, 2014, II, 1124 *ss.*, il quale, nel commentare una delle più rilevanti operazioni straordinarie degli ultimi anni, rileva come essa dimostra come "il recesso, ossia le plurime cause di recesso generate da una fusione transfrontaliera possono trovare adeguati antidoti in misure incentivanti", esprimendo scetticismo sull'appena riportata novità normativa, anche in ragione della possibilità di condizionare l'intera operazione di fusione al mancato superamento di una determinata cifra di controvalore di recessi oltre alla "relativa facilità di collocare la delibera che fa sorgere il recesso in un momento rispetto al quale è modesto il rischio del profilarsi della convenienza economica del recesso stesso".

([574]) Cfr. A. CAPIZZI, *Conversione forzata*, cit., nt. 63 e 311.

BIBLIOGRAFIA

MONOGRAFIE:

AA.VV., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, quaderno n. 2, Montedison, Milano, 1974;

ALLEN, KRAAKMAN, SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*², Aspen Law & Business, New York, 2007;

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale,* CEDAM, Padova, 2003;

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2004;

ASSONIME, *Clausola statutaria – Diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni – Legittimità – Testo Unico della Finanza (decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)*, *Note e studi* n. 3/2001;

ATLANTE N., *La fusione*, in Studi e materiali, Quaderni Semestrali a cura del CNN, Giuffrè, Milano, 2004;

AULETTA-SALANITRO, *Diritto commerciale*[12], Giuffré, Milano, 2012, 204 *ss*.;

BANFI A., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Il Mulino, Bologna, 1990;

BARALDI M., Warrants *e patto di opzione*, Cedam, Padova, 2012, 112;

BARALDI M., Warrants *e patto di opzione*, Cedam, Padova, 2012;

BARTALENA A., *Le azioni di risparmio*, Pisa, 1999;

BELLANTUONO G., *I contratti incompleti nel diritto e nell'economia*, CEDAM, Padova, 2000;

BESSONE M., *Adempimento e rischio contrattuale*, rist. inalt., Giuffrè, Milano, 1975;

BIANCHI L. A., *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Giuffrè, Milano, 2002;

BIGELLI M., *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla* governance *dell'impresa*, Il Mulino, Bologna, 2003;

BOLAFFIO L., *Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici*, UTET, Torino, 1933;

BONNEAU-DRUMOND, *Droit des marchés financiers*[2], Economica, Paris, 2005;
BRATTON JR. W. W., *Corporate Finance*[5], Foundation press, New York, 2003;
BREALEY-MYERS-SANDRI, *Principi di finanza aziendale*[3], McGraw Hill, Milano, 1999;
BRUNNER C., *Force majeure and hardship under general contract principles, Exemption for non performance in International arbitration*, Wolters Kluwer, The Netherlands, 2009;
CABRAS G., *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Giuffrè, Milano, 1978, 173 *ss*.;
CACCHI PASSANI S., *La tutela dei creditori nelle operazioni di* merger leveraged buy-out: *l'art. 2501*-bis e *l'opposizione dei creditori alla fusione*, Giuffrè, Milano, 2007;
CALABRESI G., *The Costs of Accidents*, Yale University Press, New Heaven, CT, 1970;
CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*[8], a cura di M. Campobasso, UTET, Torino, 2013;
CASTRONOVO C., *Problema e sistema nel danno da prodotti*, Milano, Giuffrè, 1979;
CAVALLO BORGIA R., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1978;
CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di* voice, Giuffrè, Milano, 2006;
CIVERRA E., *Le operazioni di fusione e di scissione*, Giuffrè, Milano, 2004;
CIOCCA N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Giuffrè, Milano, 2012;
COOTER, MATTEI, MONATERI, PARDOLESI, ULEN, *Il mercato delle regole – Analisi economica del diritto civile*[2], I, *Fondamenti*, Il Mulino, Bologna, 2006;
COSCIANI C., *Scienza delle finanze*, UTET, Torino, 1991 C. COSCIANI, *Scienza delle finanze*, UTET, Torino, 1991;
COSTA C., *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio*, Giuffrè, Milano, 1984;
COSTI R., *Il mercato mobiliare*[7], Giappichelli, Torino, 2010;
D'ALESSANDRO F., *I titoli di partecipazione*, Giuffrè, Milano, 1963;

DALLÈVES L., *L'obligation convertible en droit comparé et specialment en droit suisse*, Sion, 1963, 52 *ss.*;

DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, Giuffrè, Milano, 1981;

DE GREGORIO A., *Corso di diritto commerciale*[7], Città di Castello, 1967;

DEFOSSÈ G., *Les obligation convertibles en actions*[2], Presses universitaires de France, Paris, 1970;

DENOZZA F., *Norme efficienti*, Giuffrè, Milano, 2002;

DEZZANI-PISONI-PUDDU, Swap, option future. *Contabilità e bilancio*, Giuffrè, Milano, 1997;

DI SABATO F., *Manuale delle società*, UTET, Torino, 1999, 365 *ss.*;

EISENBERG M. A. – COX J. D., *Corporations and Other Business Organizations*[10], Foundation Press, New York, 2011;

ERNST T., *Der Genussschein im deutschen und schweizerischen Aktienrecht*, Schulthess, Zürich, 1963;

FARNSWORTH E. A., *On contracts*[2], New York, 1998;

FEDDERSEN-KNAUTH, *Eigenkapitalbildung durch Genussscheine*[2], Wertpapier-Mitteilungen, Frankfurt am Main, 1992;

FERRAN E., *Company Law and Corporate Finance*, Oxford University Press, Oxford, 1999;

FERRARA JR. – CORSI, *Gli imprenditori e le società*[12], Giuffrè, Milano, 2001;

FERRI G., *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, UTET, Torino, 1976;

FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*[2], UTET, Torino, 1962;

FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*[13], a cura di C. Angelici e G. B. Ferri, UTET, Torino, 2010;

FERRI G. jr., *Investimento e conferimento*, Giuffrè, Milano, 2001;

FRANTZEN C., *Genussscheine*, Heymann, Köln-Berlin, 1993;

FUSCONI A., *Economia e struttura dei mercati degli strumenti finanziari*, Giappichelli, Torino, 1999;

GALGANO F., «*Diritto commerciale*» - *Le società*, Zanichelli, Bologna, 1996;
GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, III, 2, CEDAM, Padova, 2004;
GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, CEDAM, Padova, 2004;
GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2000;
GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni* (ed. provv.), Giuffrè, Milano, 1965;
GARBADE K., *Teoria dei mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna, 1989;
GARCIA DE ENTERRIA J., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1989;
GATTI M., *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Giuffrè, Milano, 2004
GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*[14], ESI, Napoli, 2009;
GEPTS S. J., *Valuation and selections of convertible bonds*, Praeger, New York, 1987;
GERACI L., *L'azione attraverso l'obbligazione. Note in tema di obbligazioni convertibili*, in *Riv. soc.*, 1990, 809 *ss.*; TALEB N., *Giocati dal caso*, Il Saggiatore, Milano, 2008;
GIDE-LOYRETTE-NOUEL, *Obligations ordinaires, obligations convertibles, ou échangeables*, Paris, 1975;
GRAZIANI A., *Diritto delle società*[5], Morano, Napoli, 1963;
GROSSO P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, GIUFFRÈ, MILANO, 1999;
GUERRERA F., *I* warrants *azionari nelle operazioni di aumento del capitale*, Giappichelli, Torino, 1995;
GUERRERA F., *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004;
HÜFFER U, *Aktiengesetz*[4], Beck, München, 1999;
HULL J. C., *Opzioni, futures e altri derivati*[7], Pearson-Paravia-Mondadori, Torino, 2009;
JANNSEN F., *Bedeutung und Ausstattung von Wandel und Optionsanleihen*, Otto Schwartz, Göttingen, 1982;
KRONMAN e POSNER, *The Economics of Contract Law*, Little, Brown, Boston, 1979;
Le azioni di risparmio, Quaderno AIAF n. 86, Milano, 1997;

LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001;

LEOZAPPA A., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 2008;

LIBONATI B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, Milano, 1999;

LUONI S., *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Zanichelli, Bologna, 2010;

LUTTERMANN C., *Unternehmen, Kapital und Genußrechte. eine Studie uber Grundlagen der Unternehmensfinanzierung und zum internationalen Kapitalmarktrecht*, Mohr-Siebeck, Tübingen, 1998;

MACARIO F., *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, Jovene, 1996;

MAGLIULO F., *La fusione delle società*, Giuffrè, Milano, 2005, 284 *ss*.;

MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, IPSOA, Milano, 2004;

MANDELBROT-HUDSON, *Il disordine dei mercati. Una visione frattale di rischio, rovina e redditività*, Einaudi, Torino, 2005;

MESLER D. T., *Warrants. Analysis and Investment Strategy*, Probus, Chicago, 1985;

MEYER HAYOZ-FORSTMOSER, *Grundriss des schweizerischen Gesellschaftsrecht*, Stämpfli, Berna, 1993;

MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960;

MONTI-ONADO, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*[2], Il Mulino, Bologna, 1985;

NICCOLINI G., *Interessi pubblici e interessi privati nella estinzione delle società*, Giuffrè, Milano, 1990;

NICITA-SCOPPA, *Economia dei contratti*, Carocci, Roma, 2005;

NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1975;

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

PELLEGRINO G., *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Giuffrè, Milano, 2008;

PEPE F., *Studio sulle fusioni di imprese di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1965;
PETTITI D., *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1964;
PISANI-MASSAMORMILE A., *Conferimenti in s.p.a. e formazione del capitale*, Jovene, Napoli, 1992;
PORTALE G. B., *I conferimenti in natura «atipici» nella s.p.a.*, Giuffrè, Milano, 1974;
PREITE D., *L'"abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1992;
PROSSER A., *Anlegerschutz bei Genussscheinen, Gewinnschuldverschreibungen, Options - und Wandelanleihen*, Lang, Frankfurt am Main, 2001;
RAGUSA MAGGIORE G., *Le obbligazioni emesse da società azionarie in un libro recente*, in *Dir. fall.*, 1965, I, 43 *ss.*;
RODOTÀ S., *Le fonti di integrazione del contratto*, Giuffrè, Milano, 1969;
ROSAPEPE R., *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Giuffrè, Milano, 1988;
RUSCH H., *Die Wandelschuldverschreibung*, Duncker & Humblot, Berlin, 1956;
SACCHI R., *Gli obbligazionisti nel concordato delle società*, Giuffrè, Milano, 1981;
SÀNCHEZ CALERO GUILARTE J., *Instituciones de Derecho Mercantil*[34], Aranzadi, 2011;
SANTOSUOSSO D. U., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei Dd. Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003;
SASSO C., *I titoli obbligazionari in valuta estera*, CEDAM, Padova, 1977;
SCHUMANN G., *Optionsanleihen*, Heymans, Köln-Berlin-Bonn-München, 1990;
SCORZA G., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1971;
SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società (commento al d.lgs. 1991, n. 22)*, Giappichelli, Torino, 1994;
SHAVELL S., *Foundations of economic analysis of law*, Cambridge-London, The Belknap Press of Harvad University Press, 2004;
SHLEIFER A., *Inefficient markets: An Introduction to Behaviorial Finance*, Oxford, 2000;

SZEGÖ-PARIS-ZAMBRUNO, *Mercati finanziari e attività bancaria internazionale*, Il Mulino, Bologna, 1988;

TALEB N., *Il Cigno nero. Come l'improbabile governa la nostra vita*, Il Saggiatore, Milano, 2008;

TALEB N., *Robustezza e fragilità. Che fare? Il Cigno nero tre anni dopo*, Il Saggiatore, Milano, 2010;

THIELEMANN A., *Das Genussrecht als Mittel der Kapitalbeschaffung und der Anlegerschutz*, Centaurus, Pfaffenweiler, 1998;

TODTENHÖFER F., *Die Übertragbarkeit der Grundsätze über Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung auf Genußrechte*, Lohmar, Köln, 1997;

TOMBARI U., *Azioni di risparmio e strumenti ibridi "partecipativi"*, Giappichelli, Torino, 2000;

TREITEL G. H., *Frustration and force majeure*, Sweet & Maxwell, London, 2004;

TRIMARCHI P., *Istituzioni di diritto privato*[18], Giuffrè, Milano, 2009;

VAN HORNE J.C., *Teoria e tecnica della finanza di impresa*, Il Mulino, Bologna, 1984;

VAN HORNE J.C., *Teoria e tecnica della finanza di impresa*, Il Mulino, Bologna, 1984;

VELO D., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1975;

VICARI A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano, 2000;

VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*[5], IV, *Le obbligazioni*, Giuffrè, Milano, rist. 1935;

WEGER G., *Optionsscheine als Anlagealternative*, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1985;

..*.*.*

SCRITTI CONTENUTI IN TRATTATI O OPERE COLLETTANEE:

ANGELICI C., *Le azioni. Artt. 2346-2356*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1992, 21 *ss.*;

ANGELICI C., *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, XVI, UTET, Torino, 1985, 195 *ss.*;

AUDINO A., sub *art. 2420*-bis, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, II, CEDAM, Padova, 2005, 1319 *ss.*;

AUTORI L., sub *art. 2415-2420*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Egea, Milano, 2006, 226;
BELVISO U., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, XIII, UTET, Torino, 1985, 100;
BELVISO U., sub *art. 145*, in ALPA-CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 1333;
BERNARDINI P., *Hardship e force majeure*, in *Contratti commerciali internazionali e Principi Unidroit*, a cura di Michael J. Bonell e di Franco Bonelli, Giuffrè, Milano, 1997, 206 *ss.*;
BIANCA C. M., *Dell'inadempimento delle obbligazioni*[2], in *Commentario del codice civile* a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1979, 381;
BIANCHI – BRODASCA, sub *art. 2503*-bis, in ALPA – MARICONDA (a cura di), *Codice civile commentato*, libro V, Giuffrè, Milano, 2005, 1898 *ss.*;
BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 2, tomo 1, UTET, Torino, 1991, 84;
BIONE-CALANDRA BUONAURA, *Titoli azionari e obbligazionari*, in *Noviss. Dig.*, App. VII, UTET, Torino, 1987, 775 *ss.*;
BRANCADORO G., sub *art. 2419*, in NICCOLINI G., STAGNO D'ALCONTRES A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Jovene, Napoli, 2004, 960;
BUONOCORE V., *La riforma delle società quotate*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di Bonelli, Buonocore, Corsi, Costi, Ferro-Luzzi, Gambino, Jaeger, Patroni Griffi, Atti del Convegno di S. Margherita Ligure, Giuffrè, Milano, 1998, 55;
CABRAS G., sub *art. 2483*, in NICCOLINI G., STAGNO D'ALCONTRES A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Jovene, Napoli, 2004, 1691 *ss.*;
CACCHI PASSANI S., sub *art. 2503*-bis, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Egea, Milano, 2006, 773 ss.;
CAGNASSO O., sub *art. 2503*-bis, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004, 2337 *ss.*;

CAGNASSO O., *Trasformazione e fusione di società*, in *Giur. sist. civ. e comm.*, a cura di W. Bigiavi, Torino, 1973;

CALVOSA L., sub *art. 2420*-bis, in NICCOLINI G., STAGNO D'ALCONTRES A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Jovene, Napoli, 2004, 962 *ss.*;

CAMPOBASSO G. F., *Obbligazioni convertibili. Procedimento diretto*, in *Società*, 1991, 298 *ss*.

CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 5, UTET, Torino, 1988;

CAPPIELLO S., *L'interazione tra economia e diritto*, in *Economia per il diritto*, a cura di P. Ciocca e I. Musu, Bollati e Borighieri, Torino, 2006, 72 *ss.*;

CARMIGNANI S., *Art. 2437*-ter, in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 892 ss.;

CARMIGNANI S., sub *art. 2437*-quinquies, in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003, 898 *ss.*;

CAVALLO BORGIA R., *Società per azioni. Tomo IV – Delle obbligazioni - Libro quinto: Lavoro art. 2410-2420* ter, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Zanichelli, Bologna-Roma, 2005;

CIAN M. *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella "nuova" s.p.a.*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, UTET, Torino, 2007, 737 *ss.*;

CIAN M., Abus d'égalité, *tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, nota a Trib. Catania, 10 agosto 2007, in *Corr. giur.*, 2008, 397 *ss.*;

CLARIZIA R., *Le obbligazioni nella società per azioni*, *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, XVI, UTET, Torino, 1985, 609 *ss.*;

CLAUSSEN C. P., *Der Genussschein und seine Einsatzmöglichketein*, in *Festschrift für Winfried Werner*, Berlin-New York, 1984, 65 *ss.*;

COSTA C., *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3, tomo 2, UTET, Torino, 1993, 501 *ss.*;

DATI G., sub *art. 2419*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, II, CEDAM, Padova, 2005, 1315 *ss.*;

DE VITIS S., *Le azioni di risparmio*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 1999, 994;

DENTAMARO A., *Le obbligazioni*, in Aa. Vv., *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009, 274 *ss.*;

DONATIVI V., *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, XVI, Tomo 3, UTET, Torino, 2011, 189 *ss.*, in part. 367 *ss.*;

FERRARINI G., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, X, tomo II, UTET, Torino, 1993, 95 *ss.*;

FERRI G., *Le società*[3], in *Tratt. Vassalli*, UTET, Torino, 1987;

FERRO LUZZI P., *Le azioni di risparmio,* vingt ans après, in *La riforma delle società quotate*, a cura di Bonelli, Buonocore, Corsi, Costi, Ferro-Luzzi, Gambino, Jaeger, Patroni Griffi, Atti del Convegno di S. Margherita Ligure, Giuffrè, Milano, 1998, 235;

FRAGALI M., *Del mutuo*[2], in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1966;

FRÉ G., *Società per azioni. Art. 2325-2461*, a cura di A. Pellicanò, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1982, 590 *ss.*;

GALLETTI D., sub *art. 2437*-quinquies, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, II, CEDAM, Padova, 2005, 1625 *ss.*;

GIAMPAOLINO C. F., sub *art. 145*, in FRATINI-GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, II, UTET, Torino, 2012, 1912 *ss.*;

GIANNELLI A., sub *art. 2411*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Egea, Milano, 2006;

GIANNELLI A., sub *art. 2420* bis, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Egea, Milano, 2006, 257 *ss.*;

GRIPPO G., *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, VI, 1, UTET, Torino, 1993, 143 *ss.*;

GRUNDMANN S., *Regulatory competition in European company law – some different genius?*, in FERRARINI-HOPT-WYMEERSCH (a cura di), *Capital Markets in the Age of the Euro, The Hague*, 2002, 561 *ss.*;

GUERRIERI G., sub *artt. 2377-2378 c.c.*, MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, CEDAM, Padova, 2005, 514 *ss.*;

HOPT K., *Europäisches Kapitalmarktrecht - Rückblick und Ausblick*, in GRUNDMANN S. (a cura di), *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts*, Tübingen, 2000, 312 ss.;

JARRUSSI, *Le obbligazioni convertibili in azioni in Italia (1963-1973)*, appendice al quaderno n. 2 Montedison, Milano, 1974;

KAROLLUS, in *Münchener Kommentar Aktiengesetz*, Beck, München, 1993, 221, 157 *ss.*;

KLEINHEISTERKAMP J., *sub* art. 7.1.7, in *Commentary on the UNIDROIT Principles of International commercial contracts*, edited by Stefan Vogenauer and Jan Kleinheisterkamp, Oxford University Press, Oxford, 2009, 766 *ss.*;

KRIEGER, in *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, 4, *Aktiengesellschaft*², Beck, München, 1999, § 63, 875 *ss.*;

LAMBERTINI L., sub *art. 2503*-bis, in LO CASCIO G. (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Giuffré, Milano, 2003, 473 *ss.*;

LENER R., sub *artt. 2377-2378*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Jovene, Napoli, 2004, 545 ss.;

LIBERTINI M., *Tutela invalidativa e tutela risarcitoria nella disciplina delle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in GENOVESE (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Giappichelli, Torino, 2004, 10;

LIBERTINI M., *Poteri funzionali, interessi legittimi e diritto privato. Libertà d'impresa, poteri privati e controlli delle Autorità indipendenti*, in AA. VV., *Tutela dei diritti e sistema ordinamentale*, a cura della SisDiC, ESI, Napoli, 2012, 97 *ss.*;

LUONI S., sub *art. 2483*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009, 1984 *ss.*;

LUTTER M., in *Kölner Kommentar Zum Aktiengesetz*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1971, 558 anm. 18;

MARCHETTI P., *Le obbligazioni, in Aa.Vv., Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Ipsoa, Milano, 2003, 213 ss.;

MARCHETTI P., *Le operazioni straordinarie*, in AA. VV., Atti del convegno del CNN, *La riforma del diritto societario, le riflessioni del notariato*, Giuffrè, Milano, 2004;

MARCHETTI P., *Problemi in tema di aumento di capitale*, in AA. VV., *Aumenti e riduzioni di capitale*, a cura del Comitato Regionale Notarile Lombardo, Milano, 1984, 88 *ss.*;

MARTORANO F., *Compensazione del debito per conferimento*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, UTET, Torino, 2006, I, 522;

MAUGERI M., *Delibera di fusione, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Studi in onore di Giuseppe Zanarone, a cura di Benazzo-Cera-Patriarca, UTET, Torino, 2011, 541;

MINERVINI G., *Obbligazioni convertibili in azioni*, in *Società, associazioni, gruppi organizzati*, ESI, Napoli, 1973;

MIOLA M., *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, I***, UTET, Torino, 2004, 259 *ss.*;

MONTESANO L., *La tutela giurisdizionale dei diritti*, in *Tratt. dir. civ.*, fondato da Vassalli, XIV, 4, UTET, Torino, 1985;

MUNARI-TERRILE, *The Centros Case and the Rise of an EC Market for Corporate Law*, in FERRARINI-HOPT-WYMEERSCH (a cura di), *Capital Markets in the Age of the Euro, The Hague*, 2002, 529 *ss.*;

NICCOLINI G., *La "revoca dello stato di liquidazione" delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 4, UTET, Torino, 2007, 31 *ss.*;

NOTARI M., *art. 145 (Emissione delle azioni)*, in MARCHETTI-BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, II, 1606;

NOTARI M., *Le azioni di risparmio*, in MARCHETTI-BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza, Commentario*, Giuffrè, Milano, 1999, 1543;

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, UTET, Torino, 2007, 591 *ss.*;

PACIELLO A., sub *art. 2437*-quinquies, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (diretto da), *Società di capitali. Commentario*, ESI, Napoli, 2004, 1140 *ss.*;

PERRINO M., sub *art. 2503*-bis, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Jovene, Napoli, 2004, 1967 *ss.*;

PETITPIERRE SAUVAIN A., *Le azioni come strumento di finanziamento e di controllo della società nel nuovo diritto svizzero*, in *Il diritto delle società per azioni: Problemi, esperienze, progetti* (a cura di P. Abbadessa e A. Rojo), Giuffrè, Milano, 1993;

PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3, tomo 2, UTET, Torino, 1993, 74 *ss.*;

SACCHI R., *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 2, UTET, Torino, 2007;

SACCHI R., *La tutela obbligatoria degli azionisti nel nuovo art. 2377 c.c.*, in P. BENAZZO-S. PATRIARCA-G. PRESTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Giuffrè, Milano, 2003, 155 *ss.*;

SALERNO M. E., sub *art. 2503*-bis, in SANDULLI – SANTORO (a cura di), *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, Giappichelli, Torino, 2003, 452 *ss.*;

SANDULLI M., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in MINERVINI G. (a cura di), *La recente riforma delle s.p.a.. Profili ricostruttivi e annotazioni critiche*, Coop. Ed. Economia e Commercio, Napoli, 1976, 108 ss.;

SANTAGATA C., *Le fusioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7, tomo 2, UTET, Torino, 2004;

SANTAGATA C., sub *art. 145*, in *Testo Unico della Finanza, Commentario* diretto da Gian Franco Campobasso, UTET, Torino, 2002, II, 1172;

SANTORO V., sub *art. 2346 c.c.*, in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003, 125 *ss.*;

SANZO S., *Invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009, 423 *ss.*;

SARALE M., *Le società per azioni. Obbligazioni*, in *Giur. sit. dir. civ. e comm.*, fondata da W. Bigiavi, UTET, Torino, 2000, 279 *ss.*;

SARALE-RIVARO, *Le obbligazioni*, in AA.VV., *Le nuove spa*, III, Zanichelli, Bologna, 2013, 203 *ss.*;

SCARDULLA F., *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu e F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, XXX, Giuffrè, Milano, 2000;

SCHILLING W., in *Grosskommentar Zum Aktiengesetz*[3], III, De Gruyter, Berlin-New York, 1973;

SCHNEIDER U. H., *Genussrechte an Konzernunternehmen*, in *Bilanz und Konzernrecht, Festschrift zum 65. Gebyrtstag von R. Goerdeler*, Düsseldorf, 1987, 511 *ss.*;

SCHLESINGER P., *Appunti in tema di invalidità delle deliberazioni assembleari di società azionarie dopo la riforma del 2003*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè, Milano, 2011, 563 *ss.*;

SCOGNAMIGLIO G., *Le scissioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7, tomo 2, UTET, Torino, 2004, 4 *ss.*;

SEPE M., sub *art. 145*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario*, Giuffrè, Milano, 1998, 765;

SIMONETTO E., *Della società. Art. 2498-2510*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1976;

SIMONETTO E., *Le obbligazioni convertibili in azioni, alcune questioni di base*, in *Il bilancio di esercizio*, CEDAM, Padova, 1976, 193;

SPITALIERI P. A., *La disciplina delle offerte pubbliche*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 1999, 669;

SPOLIDORO M. S., *I conferimenti in denaro*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1, tomo 2, UTET, Torino, 2004, 410 *ss.*;

STAGNO D'ALCONTRES A., *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di s.p.a.: la nuova disciplina*, *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 2, UTET, Torino, 2007;

STAGNO D'ALCONTRES A., sub *art. 2346 c.c.*, in NICCOLINI G., STAGNO D'ALCONTRES A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, I, Jovene, Napoli, 2004;

TAITHÉ-SICHEL, *Obligations ordinaires. Obligations convertibles ou échangeables*, in GIDE-LOYRETTE (a cura di), *Dict. des soc. anon.*, Nouel, Paris, 1975, 195 *ss.*

TAMBURINI M., sub *art. 2503*-bis, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, CEDAM, Padova, 2011;

TAMBURINI M., sub *art. 2503*-bis, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, IV, CEDAM, Padova, 2005, 2555 *ss.*;

TASSINARI F., *Il finanziamento della s.r.l. mediante mezzi diversi dal conferimento*, in AA.VV., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milano, 2004;

VISINTINI G., *Inadempimento e mora del debitore. Artt. 1218-1222*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F. D. Busnelli, Giuffrè, Milano, 2006;

WEIGMANN R., *Le offerte pubbliche*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10, tomo 2, UTET, Torino, 1993, 362 ss.;

WINTER H., in *Scholz Komm. Zum GmbH-Gesetz*[9], I, Köln-Berlin 1995, § 14, 734 *ss.*;

..*.*.*

ARTICOLI E NOTE SU RIVISTE:

ABRIANI N., *Commento all'art. 145*, in *Giur. it.*, 1998, 1996 *ss.*;

ALESSI R., Warrants *e diritto di opzione*, in *Impresa commerciale-industriale*, 1987, 2353;

ALONSO ESPINOSA F. J., *Comentarios a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones*, in *Derecho de sociedades*, 2009, 133 *ss.*;

ALPA G., *Rischio contrattuale*, in *Contr. impr.*, 1986, 619 *ss.*;

AMBROSINI S., *Titoli obbligazionari di "tipo speciale"*, in *Società*, 1991, 332 *ss.*;

ANGELICI C., *La nullità della fusione*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 267 *ss.*;

ANGELICI C., *Appunti sull'art. 2436 c.c. con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 275 *ss.*;

ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 12 *ss.*;

ANGELICI C., *Su mercati finanziari, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 1 *ss.*;

ANGELICI C., *Sull'emissione dei titoli azionari*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1988, 3 *ss.*;

ARONSTAM-BALOTTI-REHBOCK, *Delaware's Going-Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration*, in *Bus. Law.*, 2003, 519;

ASCARELLI T., *Indivisibilità dell'azione e aumento di capitale*, *Banca, borsa, tit. cred.*, 1955, I, 42 *ss.* (anche in *Problemi giuridici*, II, Giuffrè, Milano, 1959, 633 *ss.*);

ASCARELLI T., *L'interesse sociale dell'art. 2441 codice civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari,* in *Riv. soc.,* 1956, I, 93 *ss.*;

ASCARELLI T., *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1950, I, 78 *ss.*;

ASCARELLI T., *Varietà di titoli di credito e di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1959, 8;

ASCARELLI T., *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1951, I, 28 *ss.*;

ATANASOV-BLACK-CICCOTELLO, *Law and Tunneling*, in *Ecgi Law Working Paper* n. 178/2011, disponibile al link http://ssrn.com/abstract=1444414;

BANCHILON M., *La convertibilité des obligations en actions*, in *Rev. soc.*, 1960, 123 *ss.*, 390 *ss.* e *ivi*, 15 *ss.* e 158 *ss.*;

BANCILHON, *La convertibilité des obligations en actions*, in *Rev. soc.*, 1960, 123 *ss.* e 390 *ss.*;

BANFI A., *Le modalità di conversione dei prestiti obbligazionari convertibili nell'esperienza del mercato italiano*, in *Banca, impresa, società*, 1985, 460 *ss.*;

BANFI A., *Note sul fenomeno della convertibilità*, in *Riv. soc.*, 1958, 134 e 139;

BARALDI M., *Il* warrant *come contratto e come titolo di credito*, in *Contr. imp.*, 2007, 607 *ss.*;

BARBI M., *La valutazione dei* corporate warrant: *uno studio empirico sul mercato italiano*, in *Banca, impresa, società*, 2008, 51 *ss.*;

BEBCHUK L. A., *Toward Undistorted Choice and equal treatment in corporate takeovers*, in *Harvard Law Rev.*, 1985, 1695 *ss.*;

BEBCHUK L. A., *The Pressure to Tender: an Analysis and a Proposed Remedy*, in *Del. J. Corp. Law*, 1987, 911 *ss.*;

BEBCHUK L. A., *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, in *J. Leg. St.*, 1988, 197 *ss.*;

BELTRAMI P., *La legittimazione attiva dei creditori all'azione risarcitoria* ex *art. 2504-*quater *c.c.*, in *Riv. soc.*, 2002, 1223 *ss.*;

BERLE JR. A. A., *Convertible bonds and stock purchase warrants*, in *Yale Law Journ.*, 1926-1927, 649 *ss.*;

BERTACCHINI E., *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 181 *ss.*;

BERTUCCELLI, *I "*warrant*" nel mercato azionario italiano*, in *Riv. bancaria*, 1984, 1274 *ss.*;

BIONE M., *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 164 *ss.*;

BLACK-SCHOLES, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, in *Journ. of pol. econ.*, 1973, 637 *ss.*;

BONNEAU T., *La diversification des valeurs mobilières: ses implications en droit des sociétés*, in *Rev. trim. dr. comm. et dr. èconom.*, 1988, 535 *ss.*;

BORDEN A. M., *Going Private - Old Tort, New Tort or No Tort*, in *New York University L. Rev.*, 1974, 1006 *ss.*;

BRATTON W. W. Jr., *The economics and jurisprudence of convertible bonds*, in *Wisc. Law. Rev.*, 1984, 667 *ss.*;

BRUDNEY V., *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism: In Bad Times and Good*, in *Harv. Law Rev.*, 1992, 1821 *ss.*;

BRUDNEY V. –CHIRELSTEIN M. A., *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, in *Harvard Law Rev.*, 1974, 297 *ss.*;

BUTTARO L., *Recensione a Pettiti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1965, I, 573 *ss.*;

BUONOCORE V., *"L'épreuve prénuptiale": obbligazioni convertibili e "gestioni speciali"*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 280 *ss.*;

BUONOCORE V., *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 708 *ss.*;

BUSSOLETTI M., *La disciplina del patrimonio netto, il regime delle riserve*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 362 *ss.*;

BUSSOLETTI M., *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. comm.*, 1980, 12 ss.;

BUSSOLETTI M., *Obbligazioni convertibili, con* warrant*, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, 261 *ss.*;

BUTTARO L., *Considerazioni sulla riforma della disciplina delle fusioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 570 *ss.*;

BUXBAUM R. M., *Preferred stock. Law and draftmanship*, in *Cal. Law Rev.*, 1954, 243 *ss.*;

CALABRESI-MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *Harvard Law Rev.*, 1972, 1089 *ss.*;

CALABRESI G., *Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, in *Yale Law Journ.*, 1961, 499 *ss.*;

CAMPANA-COLACCHIA, *Elementi caratteristici del* warrant *e sua valutazione*, in *Impresa commerciale-industriale*, 1988, 1652 *ss.*;

CAMPOBASSO G. F., *Obbligazioni convertibili. Procedimento diretto*, in *Società*, 1991, 301 *ss.*;

CANNIZZO M., *Tutela degli obbligazionisti durante la pendenza del periodo di conversione*, in *Vita not.*, 1992, 1353;

CAPIZZI A., *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie, parità di trattamento, alienazione di azioni di s.p.a.* ante causam *e perdurante titolarità del diritto al risarcimento* ex *art. 2377[3] c.c.*, nota a Trib. Roma, 7 luglio 2011, n. 14708, in *Giur. comm.*, 2013, II, 274 *ss.*;

CAPIZZI A., *Opa residuale*, delisting *e inadempimento dell'obbligo di conversione di* warrants: *operazioni straordinarie, prevedibilità del* factum pricipis *e tutela dei porta-*

tori di titoli "ibridi", nota a Cass., 7 maggio 2010, n. 11125, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1299 *ss.*;

CAPIZZI A., *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della* pressure to tender, in *Giur. comm.*, 2014, I, 96 *ss.*;

CARRIERO G., *La disciplina delle obbligazioni e dei titoli di debito nel nuovo diritto societario*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2003, 524;

CARTIER, *Obligations convertibles en actions*, in *Juris Classeur des sociétés*, 1972, IIIb1;

CASELLA P., *Delibera di emissione di obbligazioni convertibili, aumento di capitale e omologazione*, in *Giur. comm.*, 1977, II, 921 *ss.*;

CASTELLANO G., *L'ammissione, di diritto e d'ufficio, alla quotazione di borsa: appunti*, in *Giur. comm.*, I, 244;

CASTERÈS P., *Obligations convertibles à tout moment*, in *Gaz. Pal.*, 1970, D., 136 *ss.*;

CASTERÈS P., *Obligations convertibles ou échangeables*, in *Journal des sociétés*, 1968, 8;

CESARO E., *Brevi considerazioni sul problema della compensazione tra debito del socio e credito verso la società*, in *Dir.* e *giur.*, 1963, 260 *ss.*;

CHIAPPETTA F., *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 508;

CHIOMENTI F., *I titoli minori collegati alle azioni e alle obbligazioni: cedole, buoni di opzione e altri*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, I, 223 *ss.*;

CIAMPI, *Limiti all'emissione di obbligazioni convertibili*, in *Società*, 1984, 654 *ss.*;

CINCOTTI C., Merger leveraged buy-out, *sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc.*, 2011, 634 *ss.*;

CIVERRA E., *Approvazione da parte degli azionisti di risparmio di deliberazioni sociali*, nota a Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Società*, 2003, 863 *ss.*;

CLARIZIA D., *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, in *Società*, 1991, 320 *ss.*;

CNN, Studio n. 143/14, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.)*;

COFFEE J. C., *Reforming the Securities class action: an essay on deterrence and its implementation*, in *Columbia Law Rev.*, 2006, 1556 *ss.*;

COFFEE JR. J., *The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, in *Northwestern University Law Rev.*, 1999, 641 *ss.*;

COFFEE JR. J.., *The Rise of Dispersed Ownership: the Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, in *The Yale Law Journ.*, 2001, 1 *ss.*;

COLLA G., *I buoni d'opzione o* warrants, *inquadramento giuridico e fiscale*, in *Società*, 1985, 64 *ss.*;

COLOMBO G. E., MARCHETTI P., Delisting *e azioni di risparmio (due pareri contrapposti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, 364 *ss*

COLUSSI V., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 601 *ss.*;

COLUSSI V., *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 42 *ss.*;

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 13*, in *Riv. not.*, 1992, 251, nonché in AA.VV., *Le massime del Consiglio Notarile di Milano*, Giuffrè, Milano, 2004, 31;

CORAPI D., *Obbligazioni convertibili e diritto di opzione*, in *Riv. dir. imp.*, 1991, 27 *ss.*;

CORDONNIER P., *L'emission d'obligations convertibles en actions*, in *Journ. soc.*, 1954, 129 *ss.* e 193 *ss.*;

CORSARO D., *Note in tema di scissione "asimmetrica" e tecniche redazionali di atti*, in *Riv. soc.*, 2011, 729 *ss.*;

COSTA C., *Conversione di azioni privilegiate a voto limitato in ordinarie: assemblee speciali, poteri e limiti*, nota Trib. Milano, 15 luglio 1982, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, II, 474 *ss.*;

COSTA C., *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. soc.*, 1980, 74 *ss.*;

COSTI R., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 563 *ss.*;

CUCINOTTA G., *I* warrant*: schema di analisi e ipotesi di utilizzo nel mercato finanziario italiano*, in *Banche e banchieri*, 1984, 1043 *ss.*;

D'ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, *ivi*, 577 *ss.*;

D'ALESSANDRO F., *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 707 *ss.*;

DALSACE A., *Commentaire de la Loi 53.148 du 25.2.1953*, in *Dalloz*, 1953, L., 423 *ss.*;

FRANCON A., *Les types récents d'obligations dans les sociétés*, in *Rev. trim. dr. comm.*, 1954, 513 *ss.*;

DE ACUTIS M., *Il nuovo regime dell'invalidità della fusione*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 738 *ss.*;

DE ANGELIS L., *La perdita della quotazione in borsa: tutela dei soci e diritto di recesso*, in *Società*, 1996, 756 *ss.*;

DE CASTELLO V., *Il procedimento indiretto nell'emissione delle obbligazioni*, in *Contr. impr.*, 1994, 365 *ss.*;

DE DONNO B.S., *L'emissione di obbligazioni convertibili ed il limite di cui all'art. 2410 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 391 *ss.*;

DE FERRA G., *Le garanzie a favore degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1959, I, 39 *ss.*;

DE LUCA N., *Riserve indistribuibili, riserve indisponibili e incidenze delle perdite*, in *Riv. soc.*, 2013, 464 *ss.*;

DE MARCHI G., *Su taluni problemi in tema di obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 203 *ss.*;

DE MARTINI A., *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1957, I, 506 *ss.*;

DECUGIS H., *Des obligations convertibles en actions, in Journal des societies*, 1914, 193 *ss.*;

DENOZZA F., *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 *ss.*;

DEFOSSÉ, *Les nouvelles formes d'emprunts obligataires*, in *Banque*, 1954, 704;

DI SABATO F., *La nuova disciplina della fusione*, in *Riv. not.*, 1991, I, 903 *ss.*;

DOMENICHINI G., *Condizioni di rilascio di obbligazioni convertibili. Il "disaggio" di emissione*, in *Società*, 1991, 317 *ss.*;

DOMENICHINI G., *Fusioni e scissioni – profili civilistici delle recenti evoluzioni della prassi*, in *Il contr. leg. dei conti*, 2001, 115 *ss.*;

DONNINI R., *Tutela del possessore di obbligazioni convertibili. Le operazioni sul capitale, la modifica del rapporto di cambio, il diritto di opzione e l'acquisizione anticipata di azioni*, in *Società*, 1987, 684 *ss.;*

DORAT DES MONTS, *Un titre intermédiaire entre l'action et l'obligation: l'obligation échangeable*, in *Juris Classeur des sociétés*, 1966, IIIc;

DRINKUTH H., *Die Vereinbarkeit der deutschen Rechtsprechung zum Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluß bei Kapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften mit der Zweiten Richtlinie im Europäischen Gesellschaftsrecht*, in *Internationales Steuerrecht*, 1997, 312 *ss.*;

E.F. BRIGHAM, *An analysis of convertible debentures: theory and some empirical evidence*, in *Journ. of finance*, 1966, 35 *ss.*;

ENRIQUES L., Quartum 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.;*

ENRIQUES-ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 26;

FAMA E. F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *J. Fin.*, 1970, 383 *ss.*;

FARENGA L., *Profili di invalidità e nuova disciplina della fusione*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 465 *ss.*;

FAYOS FEBRER J. B., *Obligaciones convertibles y derecho de preferencia a la luz de la última reforma societaria y de la jurisprudencia comunitaria*, in *Revista de derecho mercantil*, 2009, 483 *ss.*;

FAZZUTTI E., *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 923 *ss.*;

FENGHI F., *Note critiche sull'art. 2412*, in *Riv. soc.*, 1967, 962 *ss.*;

FERRARA JR. F., *La posizione degli obbligazionisti nel concordato della società emittente*, in *Dir. fall.*, 1960, I, 19 *ss.*;

FERRARINI G., *L'ammissione alla quotazione in borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, 297 *ss.*;

FERRI G., *Recensione a Pettiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, 159 *ss.*;

FERRI G., *I portatori di obbligazioni ipotecarie nel concordato preventivo*, in *Riv. dir. comm.*, 1933, II, 613 *ss.*;

FERRI JR. G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 805 *ss.*,

FERRO LUZZI – CHIAPPETTA, *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2005, 138 ss.;

FERRO LUZZI P. –LIBONATI B., *Categorie di azioni e aumento del capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 703 *ss.*;

FERRO LUZZI P., *Vecchi e nuovi orientamenti in tema di limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 218 *ss.*;

FERRO LUZZI P., *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 193 *ss.*;

FISCH J., *Confronting the circularity problem in Private Securities Litigation*, in *Wisconsin Law Rev.*, 2009, 33;

FODALE A., *Il concordato preventivo e le obbligazioni con garanzia reale*, in *Giur. it.*, 1929, II, 231 *ss.*;

FORMIGGINI A., *Diritti individuali degli azionisti privilegiati e degli obbligazionisti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1952, 115 *ss.*;

FOX M. B., *Civil liability and Mandatory Disclosure*, in *Wisconsin Law Rev.*, 2009, 280 ss.;

FRANCON A., *Les types récents d'obligations dans les sociétés*, in *Rev. trim. dr. comm.*, 1954, 513 *ss.*;

FRANZA E., Covered warrants *e* certificates, *natura, tipologia e prezzi*, in *Contratti*, 2008, 86 *ss.*;

FRIEDMAN D., *The efficient breach fallacy*, in *The journal of legal studies*, 1989, 1 *ss.*;

GALAI-SCHNELLER, *Pricing of Warrants and the Value of the Firm*, in *Journ. of fin.*, 1978, 1333 *ss.*;

GALGANO F., *Repliche in tema di società personali. Principio di maggioranza e collegialità*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, 223 *ss.*;

GALGANO F., *Recensione a Mignoli*, in *Riv. dir. civ.*, 1961, I, 276 *ss.*;

GALLETTI D., *"Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, 239 *ss.*;

GALLETTI D., *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società "quotate"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 608 *ss.*;

GALLETTI D., *Commento all'art. 145 d. lgs. n. 58/1998*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2001, 215 *ss.*;

GALLETTI D., Leveraged buy out *ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 433 *ss.*;

GALLI S., *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario*, in *Giur. comm.*, 1991, II, 511 *ss.*;

GARNER-FORSYTHE, *Stock purchase warrants and «rights»*, in *So. Cal. Law Rev.*, 1930-1931, 269 *ss.* e 375 *ss.*;

GEORGAKOPOULOS L.N., *Zur Problematik der Wandelschuldverschreibungen*, in *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht*, 1957, 116 *ss.*;

GIANNOTTA A., *La sorte delle obbligazioni convertibili in azioni nell'ipotesi di fusione*, in *Vita not.*, 1989, 228 *ss.*;

GILSON R. J. - KRAAKMAN R. H., *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Virginia Law Rev.*, 1984, 549 *ss.*;

GILSON R. J. - KRAAKMAN R. H., *The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in *Journ. Corp. Law.*, 2003, 716 *ss.*;

GILSON R. J. –GORDON J. N., *Controlling Controlling Shareholders*, in *Un. of Pennsylvania L. Rev.*, 2003, 785 *ss.*;

GOSHEN Z., *The Efficiency of Controlling Corporate Self Dealing: Theory Meets Reality,* in *Cal. L. Rev.,* 2001, 393 *ss.*;

GRANDE STEVENS F., *Il nuovo art. 2441: diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni (o delle obbligazioni convertibili) non optate di società non quotate in borsa*, in *Riv. soc.*, 1976, 1188-89;

GRAZIANI A., *Le obbligazioni I.R.I., serie speciale gestione S.T.E.T.*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 149 *ss.*;

GRECHENIG K., *Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights? - The European Infringement Proceeding against Spain (C-338/06)*, in *Eur. Company and Fin. Law Rev.*, 2007, 571 *ss.*;

GUYÉNOT-DESURVIRE-SALERNO, *Les bons de soucription d'actions; un nuoveau produit financier*, in *Riv. soc.*, 1986, 1131 ss.;

HADDOCK-MACEY-MCCHESNEY, *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*, in *Va. L. Rev.*, 1987, 701 *ss.*;

HAMANN D., *Iura novit Curia and the Principle of Equal Treatment of Shareholders*, in *Eur. Law Reporter*, 2009, 152 *ss.*;

HAYBÄCK G.- URLESBERGER F., *Bezugsrechtsausschluß bei der EG: Keine Sperrwirkung der 2. KapitalRL nach dem EuGH-Urteil Siemens/Nold*, in *Wirtschaftsrechtliche Blätter*, 1997, 97 *ss.*;

HICKS J., *The Foundations of Welfare Economics*, in *The Economic Journal*, 1939, 696 *ss.*;

HILLS G. S., *Convertible securities. Legal aspects and draftsmanship*, in *Cal. Law Rev.*, 1930, 1 *ss.*;

HIRTE H., *Genussscheine mit Eigenkapitalcharakter in der Aktiengesellschaft*, in *ZIP: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1988, 486 *ss.*;

HOUIN R., *Les obligations convertibles en actions*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1954, I, 642;

HU HENRY T. C., *New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare*, in *Texas Law Review*, 69 (1991), 1277 *ss.*;

HUECK A., *Die Behaldung von Wanderlschuldverschreibungen bei Änderung des Grundkapitals*, in *Der Betrieb*, 1963, 1347 ss.;

IOVENITTI P. M., *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 481;

IRVINE JR. J.M., *Some comments regarding «anti-dilution» provisions applicable to convertible securities*, in *Bus. Law.*, 1958, 729 *ss.*;

JENKINS S. H., *Exeption for non performance: UCC, CISG, UNIDROIT Principles – A comparative assessment*, in *Tulane Law Review*, 1998, 2015 *ss.*;

JENSEN M.C.-RUBACK R.S., *The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 1983, 5 *ss.*;

JOHNSON-LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER, *Tunneling*, in *American Economic Review*, 2000, 22 *ss.*;

KAHAN M., *Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities: A Guide Trough the Maze*, in *Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 1995-1996, 147 *ss.*, disponibile al link http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10069;

KALDOR N., *Welfare Propositions in Economics and Interpersonal Comparisons of Utility*, *ivi*, 549 ss.;

KAPLAN S.A., *Piercing the corporate boilerplate: anti-dilution clauses in convertible securities*, in *Un. Chi. Law Rev.*, 1965, 1 *ss.*;

KASHNER H. J., *Majority Clauses and Non-Bankruptcy Corporate Reorganizations - Contractual and Statutory Alternatives*, in *Bus. Law.*, 1988, 123 *ss.*;

KATZIN J. S., *Financial and legal prolems in the use of convertible securities*, in *Bus. Lawyer*, 1969, 361;

KEITH C.C., *Convertible securities and stock purchase warrants*, in *Rocky Mount. Law Rev.*, 1929, 28 *ss.*;

KINDLER P., *ECLR. Bezugsrechtsausschluß und unternehmerisches Ermessen nach deutschem und europäischem Recht*, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1998, 35 *ss.*;

KULL A., *Mistake, frustration and the windfall principle of contract remedies*, in *Hastings law journal*, 1991, 43 *ss.*;

LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY, *Investor Protection and Corporate Governance*, in *J. Fin. Econ.*, 2000, 3 *ss.*;

LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *Journ. of Fin.*, 1997, 1131 *ss.*;

LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY,., *Law and finance*, in *Journ. of Pol. Ec.*, 1998, 113 *ss.*;

LAMBERTI D., *Obbligazioni convertibili in azioni e vicende societarie in pendenza del prestito*, in *Giur. it.*, 1993, IV, 33 *ss.*;

LANDOLFI S., *L'aumento del capitale sociale*, in Società, 1983, 1253 *ss.*;

LANZA A., *Modificazione dell'oggetto sociale e revoca dell'ammissione delle azioni alla quotazione in borsa*, in *Riv. soc.*, 1961, 85 *ss.*;

LIBERTINI M., *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, *paper* presentato in occasione del Convegno 2014 dell'Associazione ODC, consultabile presso il *link* http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/me-dia/25482/libertini_m..pdf;

LIBONATI B., *Rapporto di cambio e fusione fra società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, 114 *ss.*;

LUTTER M., *Genussrechtsfragen*, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1993, 292 *ss.*;

LIBERTINI-SCOGNAMIGLIO, *Illecito del terzo e legittimazione del socio all'azione risarcitoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 385 *ss.*;

LIBERTINI M., *Clausola generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, 345 *ss.*;

MAISANO A., *Obbligazioni convertibili in azioni e fusione di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1968, II, 379 *ss.*;

MAISANO A., *Revoca della quotazione dei titoli sociali e azioni di risparmio*, in *Vita not.*, 1981, I, 57 (e in *Studi in memoria di Gaetano Costa*, Giuffrè, Milano, 1982, 225 *ss.*);

MANDELBROT-TALEB, *I rischi dell'azzardo finanziario*, in *Il Sole 24 Ore Domenica*, 9 ottobre 2005;

MANNE H.G., *Mergers and the market for corporate control*, in *The Journal of Political Economy*, 1965, 110 *ss.*;

MARCHETTI P., in AA.VV., *Decreto del Presidente della Repubblica 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1988, *sub* art. 22;

MARCHETTI P., *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, I, 25 *ss.*;

MARCHETTI P., *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm*, 1993, I, 210 *ss.*;

MARCHETTI P., *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat-Chrysler*, in *Riv. soc.*, 2014, II, 1124 *ss.*;

MARCHETTI P., *Aumenti di capitale a esecuzione differita:* warrant, *opzione indiretta*, in *Riv. not.*, 1993, 223 *ss.*;

MARCHETTI P., *Documenti in materia di* warrants, in *Riv. soc.*, 1984, 203 *ss.*;

MAZZONI A., *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 492 *ss.*;

MAUG, *Efficiency and Fairness in Minority Freezeouts: Takeovers, Overbidding, and the Freeze-in Problem*, in *International Review of Law and Economics*, 2006, 355 *ss.*;

MAUGERI M., *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 93 *ss.*;

MEILICKE H., *Wandelschuldverschreibungen bei Kapitalherabsetzung*, in *Der Betriebs-Berater*, 1963, 500 *ss.*;

MENEDEZ A., *Escision de sociedad anonima y oblgaciones convertibles*, in *Rev. der. merc.*, 1984, 227 *ss.*;

MENGONI L., *La parte generale delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, 507 *ss.*;

MERTON R., *Theory of Rational Option Pricing*, in *Bell journ. of econ. and man. science*, 1973, 141 *ss.*;

MEYER F., *Wandelschuldverschreibungen*, in *Der Betriebs-Berater*, 1955, 549 *ss.*, in part. 549;

MIGNOLI A., *La nozione di categorie e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, 434 *ss.*;

MINERVINI G., *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, 499 *ss.*;

MIRAGLIA E., *Conversione anticipata delle obbligazioni*, in *Società*, 2004, 424 *ss.*;

MODICA R., *Profili della disciplina del diritto di opzione dei portatori di obbligazioni convertibili*, in *Riv. soc.*, 1979, 58 *ss.*;

MOLLE G., *Sulle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1948, I, 89 *ss.*;

MONTANARI M., *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899 ss.;

MORANO A., *Considerazioni in tema di* warrants, in *Società*, 1995, 12 *ss.*;

MORANO A., *Obbligazioni convertibili e aumento gratuito del capitale*, in *Società*, 1992, 1037 *ss.*;

MORANO-ZINI, *La nuova disciplina delle fusioni*, in *Società*, 1991, 905 *ss.*;

MORANO A., *Prestito convertibile in azioni di diversa società a scelta del portatore*, in *Società*, 1994, 446 *ss.*;

MOSSA L., *Obbligazioni e obbligazionisti nella società per azioni*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1955, I, 80 *ss.*;

MOTTI C., *La nuova disciplina dell'assemblea straordinaria di terza convocazione*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 484 *ss.*;

MOUGET, *Les obligations convertibles en actions en droit français*, in *Rev. fr. compt.*, 1962, 211;

MUÑOZ PÉREZ A. F., *Comentarios a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones. La segunda directiva comunitaria sobre el capital de la sociedad anónima y el derecho de suscripción preferente en la LSA*, in *Derecho de sociedades*, 2009, 151 *ss.*;

NICCOLINI G., *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 431 *ss.*;

NICCOLINI G., *Le deliberazioni assembleari di s.p.a. non conformi a legge o a statuto tra tutela reale e tutela obbligatoria*, in *Rass. giur. en. elettrica*, 2004, 204 *ss.*;

NIGRO A., *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2004, 881 *ss.*;

NOACK U., *Moderne Kommunikationsformen vor den Toren des Unternehmensrechts*, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1998, 592 *ss.*;

NOBILI R., *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, 1212 *ss.*;

NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 542 *ss.*;

NOTARI M., *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-*quinquies *c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 543 *ss.*;

NOTARI M., *La scissione non proporzionale con concambio di tutte le azioni di alcuni soci della società scissa* (parere pro veritate), in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 793 *ss.*;

OPPO G., *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629 *ss.*;

OPPO G., *Fusione e scissione della società secondo il d.lgs. 1991, n. 22: profili generali*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, 501 *ss.*;

OPPO G., *Fusione e scissione delle società secondo il D.Leg. 1991, n. 22: profili generali*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, 501 *ss.*, in part. 514 *ss.*;

OSTI G., *Deviazioni dottrinali in tema di responsabilità per inadempimento delle obbligazioni*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, 593 *ss.*;

OSTI G., *Impossibilità sopravveniente* (*ad vocem*), in *Noviss. dig. it.*, VIII, UTET, Torino, 1962, 287 *ss.*;

OSTI G., *Revisione critica della teoria sulla impossibilità della prestazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1918, 209 *ss.*, 313 *ss.*, 417 *ss.*;

PARDOLESI R., *Regole di "*default*" e razionalità limitata: per un (diverso) approccio di analisi economica al diritto dei contratti*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1996, 451 *ss.*;

PATRONI GRIFFI A., *Il procedimento di fusione di società*, in *Foro it.*, 1994, V, 34;

PAVONE LA ROSA A., *Le obbligazioni in serie speciale della So.Fi.S.*, in *Riv. soc.*, 1963, 888 *ss.*;

PESCATORE S., *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 107 *ss.*;

PIAZZA G., *Se la società possa acquistare proprie obbligazioni convertibili in azioni*, in *Contr. impr.*, 1987, 781 *ss.*;

PICONE L. G., *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del* leveraged buy out, Giuffrè, Milano, 2001, 235;

PISANI L., *Scissione in pendenza del prestito obbligazionario*, in *Riv. soc.*, 1997, 387;

PISANI MASSAMORMILE A., *Invalidità delle delibere assembleari. Stabilità ed effetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 55 *ss.*;

PISCITELLO P., *L'acquisto di obbligazioni convertibili proprie*, in *Riv. soc.*, 1992, 208 *ss.*;

POLI G., *Obbligazioni convertibili e fallimento*, in *Riv. soc.*, 1976, 1120 *ss.*;

POMELLI A., Delisting *di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 407 *ss.*;

PORTALE G. B., *Capitale sociale e attribuzione di azioni nella fusione per incorporazione*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 1031 ss.;

PORTALE G. B., "*Uguaglianza e contratto": il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, *ivi*, 711 *ss.* (anche, con aggiornamenti, in

AA.VV., *Il contratto, Silloge in onore di G. Oppo*, II, CEDAM, Padova, 1992, 545 *ss*.);

PORTALE G. B., *I bilanci straordinari delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1978, 305 *ss*.;

PORTALE G. B., *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, I, 1975, 205 *ss*.;

POSNER- ROSENFIELD, *Impossibility and related doctrines in contract law: an economic analysis*, in *Journal of legal studies*, 1977, 83 *ss*.;

PRITCHARD A. C., *Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, in *Berkeley Bus. Law Journ*., 2004, 83 *ss*.;

QUATRARO B., *I prestiti obbligazionari convertibili, profili civilistici*, II, in *Società e diritto*, 1993, 23;

RATNER D.L., *Dilution and anti-dilution: a reply to Professor Kaplan*, in *Un. Chi. Law Rev*., 1966, 494 *ss*.;

REDENTI E., *Sui trasferimenti delle azioni civili*, in *Riv. trim. dir. proc. civ*., 1955, I, 74 *ss*.;

RIGHINI E., *Cedole azionarie rappresentative del diritto di opzione: funzione e natura giuridica*, in *Giur. comm*., 1990, II, 415 *ss*.;

RIGHINI E., *Responsabilità della capogruppo e tutela dei possessori di* warrants *azionari*, in *Giur. comm*., 2009, II, 415 *ss*.;

RIVOLTA G.C.M., *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ*., 1975, I, 517 *ss*.;

ROBERTSON S. M., *Debenture Holders and the Indenture Trustee: controlling managerial discretion in the solvent enterprise*, in *Harv. Journ. L. & Pub. Pol*., 1988, 476 *ss*.;

ROBIGLIO N., *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc*., 1987, 807 *ss*.;

RODRÍGUEZ GONZÁLEZ A., *El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 2009, 1469 *ss*.;

ROE M., *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, in *Yale Law Journ*., 1987, 232 *ss*.;

ROMAGNOLI G., *Appunti sul* "warrant", in *Riv. dir. comm*., 1993, I, 847 *ss*.;

ROMANI F., *Appunti sull'analisi economica dei contratti*, in *Quadrimestre*, 1985, 15 *ss.*;

RORDORF R., *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 929;

RUSSO R., *Il* warrant*: natura giuridica e contenuto economico*, in *Amministrazione e finanza*, 1986, 884 *ss.*

SALAFIA V., *Obbligazioni convertibili ed emissione di azioni di risparmio*, in *Società*, 1986, 712;

SALAFIA V., *Aumento del capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, 225 *ss.*;

SANGIOVANNI V., *Indebitamento, acquisizione e fusione: il* merger leveraged buy out, in *Società*, 2010, 959 *ss.*;

SANTANGELO I. A., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1968, I, 259 *ss.*;

SARALE M., *Le obbligazioni di società*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 224 *ss.*;

SCHWARTZ A., *Relational contracts in the courts: an analysis if incomplete agreements and judicial strategies*, in *Journal of legal studies*, 1992, 271 ss.;

SCHWARTZ W., *Warrants: a form of equity capital*, in *Fin. Anal. Journ.*, 1970, 87 *ss.*;

SCITOVSKY T., *A Note on Welfare Propositions in Economics*, in *The Review of Economic Studies*, 1941, 77 *ss.*;

SCOGNAMIGLIO G., *La nullità della fusione nella direttiva CEE e nello schema di legge di attuazione*, in *Riv. not.*, 1990, I, 889 *ss.*;

SCOGNAMIGLIO G., *Tutela del socio e ragioni dell'impresa nel pensiero di Giorgio Oppo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 1 *ss.*;

SEHTE R., *Genusssrechte: Rechtliche Rahmenbedingungen und Anlegerschutz*, in *Die Aktiengesellschaft: AG*, 1993, 351 *ss.*;

SENA G., *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione di Borsa*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 373 *ss.*;

SERRA Y., *Le droit de conversion des obligations convertibles à tout moment,* in *Rev. trim. dr. comm.*, 1971, 593 *ss.*;

SIMONETTO E., *Prestazioni del socio e compensazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, I, 237 *ss.*;

SLOVIN-SUSHKA, *The economics of parent-subsidiary mergers: an empirical analysis*, in *J. of Fin. Econ.*, 1998, 259 *ss.*;

SORDELLI L., *Opzione, prelazione e criteri di ripartizione per nuove azioni rimaste inoptate*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 398 *ss.*;

SPADA P., *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 709 *ss.*;

SPADA P., *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 211 *ss.*;

SPOLIDORO M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. Banca*, 2003, I, 205 *ss.*;

STELLA RICHTER JR. M., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 399 *ss.*;

STELLA RICHTER JR. M., *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata,* in *Riv. soc.*, 2005, 1001 *ss.*;

STELLA RICHTER MARIO JR., *"Collegamento" e "raggruppamento" delle azioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 385 *ss.*;

STEVELMAN F., *A Fair Price and a Fair Deal: On the Future of "Entire Fairness" in Freezeouts*, in *New York Law School Legal Studies, Research Paper Series* 9/10 #3, disponibile su *www.ssrn.com*;

SUBRAMANIAN G., *Fixing Freezeouts*, in *Yale Law Journal*, 2005, 34 *ss.*;

SUBRAMANIAN G., *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence*, in *Journal of Legal Stud.*, 2007, 1 ss.;

TAPIA HERMIDA A., *La supresión de derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas y una cuestionable modificación legal (Comentario a la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, Sala Primera, de 18 de diciembre de 2008, asunto C-338/06, Comisión de las Comunidades contra Reino de España)*, in *Derecho de sociedades*, 2010, 237 *ss.*;

TEDESCHI F., *Obbligazioni convertibili, azzeramento e reintegrazione del capitale*, in *Giur. comm.*, 1981, I, 189 *ss.*;

TOMBARI U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1062 *ss.*;

TOMBARI U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore*, in *Riv. soc.*, 2002, 1062 *ss.*;

TOMBARI U., *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 965 *ss.*;

TREBILCOCK M. J., *The role of insurance considerations in the choice of efficient civil liability rules*, in *Journal of law, economics, and organization*, 1988, 243 ss.;

TRIANTIS G. G., *Unforeseen Contingencies. Risk allocation in contracts*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, III, *The regulation of contracts*, Boudewijn Bouckaert & Gerrit De Geest, Cheltenham, 2000, 100 *ss.* (disponibile anche all'indirizzo *http://users.ugent.be/~gdegeest/4500book.pdf*>);

TRIMARCHI P., *Commercial impracticability in contract law: an economic analsys*, in *International review of law and economics*, 1991, 72 *ss.*;

TRIMARCHI P., *Incentivi e rischio nella responsabilità contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, I, 344 *ss.*;

TRIMARCHI P., *Sul significato economico dei criteri di responsabilità contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1970, I, 512 ss.;

VACCÀ S., *Evoluzione nelle tecniche di emissione delle obbligazioni*, in *Il Risparmio*, 1960, 1927 *ss.*;

VALCAVI G., *Modifica del rapporto di cambio delle obbligazioni convertibili e riduzione per perdite del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, II, 425 *ss.*;

VALCAVI G., *Sul problema concernente la modifica del rapporto di cambio nella conversione delle obbligazioni convertibili in azioni, dopo la riduzione del capitale per perdite ai sensi dell'art. 2420* bis*, comma 6°, codice civile*, in *Dir. fall.*, 2001, I, 102 *ss.*;

VÁZQUEZ ALBERT D., *El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario - A propósito de las sentencias del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de*

19 de noviembre de 1996 y del Tribunal Supremo Alemán de 23 de junio de 1997 en el caso Siemens, in *Revista de Derecho Mercantil*, 1998, 1691 *ss.*;

VENTORUZZO M., *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 422 ss.;

VENTORUZZO M., *Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci non legittimati ad impugnare*, in *Riv. soc.*, 2013, 629 *ss.*;

VENTORUZZO M., *Freeze-outs: Trascontinental Analysis and Reform Proposals*, in *Virginia Journal of International Law*, 2010, 841 *ss.*;

VISENTINI B., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Rass. ass. banc.*, 1947, 339 *ss.*;

VISENTINI B., *Sul raggruppamento e sul frazionamento di azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1960, I, 14 *ss.*;

VISINTINI G., *Riflessioni sugli scritti di Giuseppe Osti (L'impossibilità della prestazione e la sopravvenienza nel rapporto obbligatorio)*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1971, 213 *ss.*;

VITALI M. L., *"Pregiudizio" degli azionisti di risparmio nelle operazioni di fusione*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 1114 *ss.*;

VOLLMER L., *Der Genussschein – ein Instrument für mittelständischen Unternehmen zur Eigenkapitalbeschaffung an der Börse*, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1983, 461 *ss.*;

WEIGMANN R., *La prelazione sui titoli inoptati*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 608 *ss.*;

WEIGMANN R., *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 339 *ss.*;

WORONOFF M. –ROSEN J., *Understanding Anti-dilution Provisions in Convertible Securities*, in *Fordham Law Rev.*, 2005, 129 *ss.*, disponibile al *link* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=702581;

ZIEBE J., *Der Genussschein als kapitalmarktpolitisches Instrument zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung von Unternehmen*, in *Betriebs Berater*, 1984, 2210 *ss.*;

ZÖLLNER, *Die Anpassung dividensatzbezogener Verpflichtungen von Kapitalgesellschaften beiu effektiver Kapitalerhöhung*, in *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 1986, 288 *ss*..

..*.*.*

VOCI DI ENCICLOPEDIE:

COLUSSI V., *Obbligazioni di società* (ad vocem), in *Enc. Giur*., XXI, Roma, 1990;

DE LUCA, STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società* (*ad vocem*), in *Enc. dir*., Agg. VI, Giuffrè, Milano, 2002, 788 *ss*.;

DE MARTINI A., *Azioni e obbligazioni*, in *Enciclopedia della banca e della borsa*, IV, CEI, Roma-Milano, 1968, 170;

GIAMPIERI A., voce *Rischio contrattuale*, *Digesto IV*, *Discipline privatistiche*, *Sez. Civ*., Vol. XVIII;

GUIZZI G., *Mercato finanziario*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, V, Giuffrè, Milano, 2001;

LENER A., *Potere (diritto privato)*, in *Enc. Dir*., XXXIV, Giuffrè, Milano, 1985, 610 *ss*.;

MENGONI L., *Responsabilità contrattuale* (ad vocem), in *Enc. dir*., XXXIX, Giuffrè, Milano, 1988;

RIGHINI E., Warrant (ad vocem), in *Dig. comm*., XVI, UTET, Torino, 1999, 486 *ss*.;

SPOLIDORO M. S., *Capitale sociale* (ad vocem), in *Enc. Dir*., *Agg*. IV, Giuffrè, Milano, 2000, 195 *ss*.;

GIURISPRUDENZA

CASSAZIONE:

- Cass., 28 marzo 1930, in *Riv. dir. comm.*, 1930, II, 340 *ss.*;
- Cass., 7 maggio 2010, n. 11125, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1299 *ss.*;
- Cass., 9 aprile 1975, n. 1302, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it;
- Cass., 5 ottobre 1953, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1954, II, 29 *ss.*, con nota di T. A. ASCARELLI, *In tema di anticipato rimborso delle obbligazioni emesse dal Consorzio di credito per le opere pubbliche*;
- Cass., 16 giugno 1987, n. 5287, in *Giur. it.*, 1989, I, 380 *ss.*;
- Cass., 29 novembre 1999, n. 13334, in *Resp. civ. prev.*, 2000, 1364 *ss.*, con nota di ACERBIS G., *Immissioni intollerabili, circolazione del fondo e lesione del diritto di proprietà*, in *Arch. civ.*, 2000, 293 *ss.*, in *Giust. civ.*, 2000, I, 339 *ss.*, con nota di TRIOLA R., *Osservazioni in tema di immissioni e poteri del giudice*;
- Cass., 31 marzo 2006, n. 7693, in *Foro it.*, 2007, I, 207 *ss.*;
- Cass., 14 febbraio 1995, n. 1574, in *Corr. giur.*, 1995, 696 *ss.*, con nota di FRUMIGLI F., *Non può chiedersi la conversione in quota di s.r.l. delle obbligazioni emesse da s.p.a. a seguito della sua trasformazione*; in *Giur. it.*, 1995, I, 1, 1660 *ss.*, con nota di ABRIANI N., *Prestito obbligazionario e limiti "impliciti" alla trasformazione delle società*; in *Giust. civ.*, 1995, I, 1833 ss., con nota di VIDIRI G., *Emissione di obbligazioni convertibili e trasformazione di società per azioni in società a responsabilità limitata*; in *Giur. comm.*, 1997, II, 279 *ss.*, con nota di PASQUINO A., *Intrasformabilità della s.p.a. in a.r.l. in pendenza di prestito obbligazionario. Obbligo di preventivo rimborso*;
- Cass., 7 novembre 2008, n. 26842, in *Riv. not.*, 2009, II, 468 *ss.*, con nota di SCUDERI R., *Qualificazione dell'invalidità delle delibere assembleari derivante da violazione del diritto di opzione spettante ai soci e presupposti per la relativa legittimazione ad agire*; in *Notariato*, 2009, 262 *ss.*, con nota di MALVANO M., *Limitazione del diritto di opzione in assenza di interesse della società: annullabilità*

della delibera assembleare; in *Giur. comm.*, 2010, II, 274 *ss.*, con nota di BENTIVEGNA A., *Lesione del diritto di opzione e vizio della delibera di aumento del capitale;*

- Cass., 10 dicembre 1992, n. 13095, in *Fall.*, 1993, 595 *ss.*, con nota di LAMANNA F., *Debiti di conferimento del socio e compensazione*; in *Riv. dir. comm.*, 1994, II, 221 *ss.*, con nota di FARENGA L., *La compensazione del credito del socio verso la società con il debito da conferimento al vaglio della Cassazione: un'occasione mancata*; in *Giur. comm.*, 1994, II, 202 *ss.*, con nota di MALTONI M., *Compensazione del credito del socio verso la società con il debito sorto a suo carico a seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale*; in *Dir. fall.*, 1994, II, 501 *ss.*, con nota di LEMBO M., *Problemi in materia di compensazione societaria;*
- Cass., 5 febbraio 1996, n. 936, in *Giur. comm.*, 1998, II, 505 *ss.*, con nota di GRIPPA C., *Legittimità della compensazione in sede di aumento del capitale sociale: difficoltà di inquadramento del fenomeno*; in *Nuova giur. civ.* comm., 1997, I, 156 *ss.*, con nota di DE ACUTIS M., *La Cassazione muta opinione sulla compensabilità del debito del socio da sottoscrizione con un suo credito verso la società, ma ... fino a un certo punto*; in *Corr. giur.*, 1996, 547 *ss.*, con nota di LOMBARDI G., *La controversa questione dell'aumento di capitale mediante compensazione con un credito del socio verso la società*;
- Cass., 19 marzo 2009, n. 6711, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it;
- Cass., 24 aprile 1998, n. 4236, in *Giust. civ.*, 1998, I, 2819 *ss.*, con nota di VIDIRI G., *È consentita la compensazione tra debito di conferimento del socio e credito verso la società?*;
- Cass., 20 gennaio 1987, n. 442, in *Arch. loc.*, 1987, 404 *ss.*;
- Cass., 14 giugno 2007, n. 13960, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it;

- Cass., 1 dicembre 2010, n. 24400, in *Dir. trasp.*, 2011, 621 *ss.*, con nota di MASOTTI M., *Trasporto con subtrasporto: legittimazione attiva al risarcimento del danno da perdita o avaria della merce trasportata*;
- Cass., 17 novembre 1999, n. 12744, in *Giust. civ.*, 2000, I, 2360 *ss.*, in *Riv. circ. trasp.*, 2000, 916 *ss.*, con nota di PIPPIA D., *Responsabilità del vettore di cose ed azione dell'avente diritto*, in *Dir. maritt.*, 2001, 1081 *ss.*, con nota di SALESI A., *Brevi note in materia di legittimazione all'azione contro il vettore*;
- Cass., 30 gennaio 2008, n. 2094, in *Dir. trasp.*, 2008, 789 *ss.*, con nota critica di CARRETTA M., *Una non condivisibile sentenza della Cassazione in tema di titolarità del diritto all'indennizzo in caso di assicurazione per conto di chi spetta*, in *Giust. civ.*, 2009, I, 2001 *ss.*, con nota di ROSSETTI M., *Assicurazione merci e titolarità del diritto all'indennizzo*;
- Cass., SS.UU., 24 dicembre 2009, n. 27346, in *Giur. it.*, 2010, 1081 *ss.*, con nota di SPIOTTA M., *La nozione di "danno diretto" (nella fattispecie, da negligente revisione) secondo le Sezioni unite*, in *Questa rivista*, 2011, II, 352 *ss.*, con nota di FOTTICCHIA A., *Osservazioni in tema di illecito del terzo e danno riflesso nelle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 131 *ss.*, con nota di PINTO V., *Illecito del terzo, danno riflesso e legittimazione dell'azionista*;
- Cass., 14 febbraio 2012, n. 2087, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it;
- Cass., 14 luglio 2008, n. 19307, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it;
- Cass., 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Giur. it.*, 2001, 1188 *ss.*, con nota di Weigmann; in *Foro it.*, 2001, I, 1932 *ss.*, con nota di Nazzicone, *Il sindacato giudiziale sul rapporto di cambio nella fusione*; Trib. Genova, 21 dicembre 2000, in *Riv. dir. comm.*, in *Giur. it.*, 2001, 1188 ss. e in *Riv. dir. comm.*, 2001, II, 231 *ss.*, con nota di Lucarelli, *Rapporto di cambio incongruo, invalidità della fusione e rimedi: una relazione ancora da esplorare*, in *Società*, 2001, 448 *ss.*, con

nota di Cassottana, *Azione risarcitoria per errata determinazione del rapporto di cambio*;

- Cass., 14 luglio 2003, n. 10980, in *Giust. civ.*, 2004, I, 1024 *ss.*;
- Cass. SSUU, 30 maggio 1966, n. 1417, in *Foro amm.*, 1966, I, 500 *ss.*, in *Rass. avv. Stato*, 1966, I, 1379 *ss.*, con nota di Albisinni, in *Foro pad.*, 1967, I, 432 *ss.*;
- Cass., 7 giugno 1976, n. 2071, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it;
- Cass., 26 febbraio 1986, n. 1214, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it;
- Cass., 3 luglio 2009, n. 15744, in motore di ricerca www.italgiure.giustizia.it;

..*.*.*

CORTI D'APPELLO:

- App. Roma, 14 marzo 1929, in *Giur. it.*, 1929, II, 228 *ss.*;
- App. Brescia, 4 maggio 1984, in *Vita not.*, 1984, 471 *ss.*;
- App. Firenze, 15 maggio 1987, in *Giur. comm.*, 1988, II, 807 *ss.*;
- App. Firenze, 27 aprile 1982 (decr.), in *Giur. comm.*, 1983, II, 100 *ss.*;
- App. Firenze, 27 luglio 1955, in *Foro pad.*, 1955, I, 1042 *ss.*; in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, 442 *ss.*, con nota di IANNUZZI, *In tema di aumento di capitale a favore degli obbligazionisti*; in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1955, II, 218 *ss.*, con nota di DE MARCHI G., *In tema di impegno a consentire la conversione in azioni di obbligazioni di società*;
- App. Firenze, 6 luglio 1979, in *Giur. comm.*, 1980, II, 438 *ss.*, con nota di PEDANI R., *Secondo prestito obbligazionario convertibile in pendenza del primo*;
- App. Milano, 24 ottobre 1983, in *Società*, 1984, 678 *ss.*;
- App. Milano, 10 luglio 1990; App. Milano, 18 luglio 1990, entrambe in *Giur. it.*, 1991, I, 590 *ss.*, con nota di P. GROSSO, *Osservazioni in tema di categorie di azioni e assemblee speciali*;

- App. Milano, 27 giugno 1997, in *Società*, 1998, 52 *ss*
- App. Napoli, 2 febbraio 1996, in *Riv. not*., 1996, 529 *ss*.;
- App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 197 *ss*.;
- App. Milano, 23 maggio 2003, in *Giur. it*., 2003, 1637 *ss*., con nota di Cagnasso;
- App. Napoli, 6 aprile 1983 (decr.), in *Società*. 1983, 1395, con nota critica di S. LANDOLFI;
- App. Roma, 27 giugno 1951, in *Banca*, *borsa*, *tit. cred*., 1952, II, 443 *ss*. nonché in *Riv. trim. dir. e proc. civ*., 1952, II, 253 *ss*. con nota di A. FORMIGGINI, *Rimborso anticipato di obbligazioni e diritto ai premi*;
- App. Torino, 15 ottobre 1992, in *Giur. it*., 1993, I, 795 *ss*.;

..*.*

TRIBUNALI:

- Trib. Ancona, 18 gennaio 2002, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2004, II, 91 *ss*.;
- Trib. Cosenza, 22 dicembre 1982 (decr.), in *Società*, 1983, 1036 *ss*.;
- Trib. Firenze, 23 giugno 1999, in *Foro tosc*., 2000, 26 *ss*., con nota di MARINAI G. M., *Il prestito obbligazionario: un ostacolo insormontabile alla trasformazione delle società*;
- Trib. Ivrea, 1 settembre 2005, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2007, II, 365 *ss*., con nota di LATELLA D., Warrants *azionari e disciplina generale dei contratti: problemi in tema di onerosità della causa, corrispettività delle prestazione per inadempimento del contratto di opzione*; in *Contratti*, 2006, 260 *ss*., con nota di CERIO F., Warrants *e operazioni straordinarie della società emittente: conflitti e rimedi*; in *Foro it*., 2006, I, 1229 *ss*., con nota di Sassano; in *Giur. it*., 2005, 2296 *ss*., con nota di Sarale; in *Società*, 2006, 324 *ss*., con nota di DI GAETANO L., *Strumenti finanziari derivati e tutela dei risparmiatori. Gli speculatori meritano giustizia?;* in *Giur. comm*., 2007, II, 181 *ss*, con nota di VITALI M. L., *Osservazioni in tema di regolamento di emissione di* warrant *e di strumenti di*

tutela per i loro titolari; in *Giur. merito*, 2006, 326 *ss*., con nota di BRETTI E., *Natura aleatoria del* warrant *e vessatorietà delle clausole di adeguamento del prezzo delle azioni di compendio*; in *Riv. dott. comm*., 2006, I, 348 *ss*. con nota di LA MANNO F., *Operazioni sul capitale sociale dell'emittente e tutela dei possessori di* warrants;

- Trib. Lecco, 22 aprile 1988, in *Dir. fall*., 1988, II, 972 *ss*.;
- Trib. Milano, 26 settembre 1991, in *Giur. Comm*., 1992, II, 492 *ss*.;
- Trib. Milano, 15 luglio 1982, in *Banca, borsa, tit. cred*., 1983, II, 474 *ss*.
- Trib. Milano, 18 agosto 1989, in *Giur. comm*., 1991, II, 507 ss.;
- Trib. Milano, 26 maggio 1990, in *Giur. it*., 1991, I, 590 *ss*., con nota di P. GROSSO, *Osservazioni in tema di categorie di azioni e assemblee speciali*;
- Trib. Milano, 25 settembre 1995, in *Giur. it*., 1996, I, 2, 77 ss.;
- Trib. Milano, 29 febbraio 1968, in *Giust. civ*., 1968, I, 739;
- Trib. Milano, 5 maggio 1997, in *Società*, 1998, 51 *ss*.;
- Trib. Milano, 10 dicembre 1996, in *Giur. it*., 1997, I, 724 *ss*.;
- Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. comm*., 1991, II, 507 *ss*.;
- Trib. Milano, 6 febbraio 1975, in *Giur. comm*., 1975, II, 787 *ss*.;
- Trib. Monza, 10 aprile-13 giugno 1997, in *Riv. dir. comm*., II, 358 *ss*. e in *Società*, 1998, 179 *ss*.;
- Trib. Milano, 28 settembre 1995, in *Giur. it*., 1996, I, 78 *ss*.;
- Trib. Milano, 2 novembre 2000, in *Riv. dir. comm*., 2001, II, 231 *ss*., in *Foro it*., 2001, I, 1395 *ss*. ed in *Società*, 2001, 448 *ss*.;
- Trib. Milano, 27 novembre 2008, n. 14099, in *Giustizia a Milano*, 2008, 74 *ss*.;
- Trib. Napoli, 5 ottobre 1989, in *Società*, 1990, 63;
- Trib. Milano, 8 luglio 2004, in *Giur. it*., 2005, 306 *ss*.;
- Trib. Perugia 26 aprile 1993, in *Riv. dir. comm*., 1995, II, 372 *ss*.;
- Trib. Prato, 13 febbraio 1987, in *Giur. comm*., 1988, II, 807 *ss*.;
- Trib. Prato, 9 marzo 1982, in *Giur. comm*., 1983, II, 100 *ss*.;

- Trib. Prato, 21 febbraio 1986, in *Giur. comm.*, 1988, II, 814 *ss.*;
- Trib. Roma, 18 febbraio 1950, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, II, 107 *ss.*;
- Trib. Roma, 7 luglio 2011, n. 14708, in *Giur. comm.*, 2013, II, 274 *ss.*;
- Trib. Saluzzo, 24 aprile 2001, in *Società*, 2001, 828 *ss.* e in *Giur. it.*, 2001, 1670 *ss.*;
- Trib. Torino, 21 giugno 1994, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, II, 27 *ss.*, con nota di GUERRERA F., *Profili di disciplina cartolare del warrant azionario: il problema dello smarrimento o sottrazione del documento*;
- Trib. Treviso, 9 ottobre 1985, in *Riv. dir. comm.*, 1986, II, 429 *ss.*, con nota di FERRI G., e in *Società*, 1986, 529 *ss.*;
- Trib. Trieste, 16 gennaio 1982, in Società, 1991, 352;
- Trib. Udine, 31 ottobre 1992, in *Foro it.*, 1994, I, 621 *ss.* e in *Società*, 1993, 795 *ss.*;
- Trib. Verona, 4 giugno 1992, in *Società*, 1992, 1688 *ss.*;

..*.*

PRONUNCE DI CORTI STRANIERE E INTERNAZIONALI:

- Amazon.com, Inc. v. Hoffman, et al, C.A. No. 22390-VCN (Del. Ch. June 30, 2009);
- American Trading and Prod. Corp. v. Shell International Marine Ltd., 453 F.2d 939, 941, 943, 2d Cor. 1972;
- Brio Capital L.P. v. Sanswire Corp., 650830/2011, NY Slip OP 52432[U] (N.Y. Sup. Ct., 2011);
- Broad V. Rockwell Intern. Corp., 642 F.2d 929 (1981);
- Bundesgerichthof, 5 ottobre 1992, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1993, 57 ss.;
- *Centro de Arbitraje de México* (CAM), arbitral award of 30.11.2006, in *Database of International case law and bibliography on the United Nations Conventions on Contracts for the International Sale of Goods (CISG) and on the UNI-*

DROIT Principles of International Commercial Contracts by the Centre for Comparative and Foreign Law Studies, a cura di M. J. Bonell (http://www.unilex.info/)

- CGCE, decisione del 18 dicembre 2008, resa nel procedimento C 338/06, in *Raccolta*, I, 10139 ss., disponibile al sito http://eur-lex.europa.eu/;
- CGCE, decisione del 19 novembre 1996, resa nella causa C-42/95, in *Raccolta*, 1996, I, 6017 *ss*., anche in *Società*, 1997, 357 *ss*.;
- Day v. Worcester N. & R.R. Co. (S.C. Mass., 1890), 23 N.E. 824;
- Denney v. Cleveland & P.R.R. Co. (1875), 28 Ohio St. 108;
- John Hancock Mutual Life Insur. Co. V. Worcester N. & R.R. Co. (S.C. Mass. 1889), 21 N.E. 364;
- Lloyd v. Murphy, 153 P.2d 47, 50-51, Cal. 1944;
- P.W. Brooks & Co. Inc. v. North Carolina Public Service Co. (D.C., M.D. North Carolina, 1929), 32 F.2d 800;
- Pittsburgh Terminal Corp. v. Baltimore & O.R. Co., 680 F.2d 933 (1982);
- Robotti & Co., LLC v. Liddell, C.A. No. 3128-VCN (Del. Ch. Jan. 14, 2010);
- Transatlatic Fin. Corp. V. United States, 363 F.2d 312, 318, D.C. Cir. 1966;
- Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983);
- Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971);
- In Re Emerging Comm. Inc. Shareholders Litigation, 2004 Del. Ch. LEXIS 70, 35 ss. (Del. Ch. 2004);
- Moran v. Household Int., 500 A.2d 1346 (Del. Ch. 1985);
- Kahn v. Lynch Communication System, Inc., 638 A2d 1110, 1117 (Del 1994);
- Harley v. Peapod, Inc., 19025, 2002 WL 31957458, 2 (Del Ch. 2002);
- In Re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation, 808 A.2d 421, 436 (Del Ch. 2002);
- Rosenblatt v. Getty Oil, 493 A.2d 929 (Del. 1985);

- In Re Siliconix Inc., Shareholders Litigation, 2001 Del. Ch. LEXIS 83, 65 (Del. Ch. 2001);
- In Re Aquila Inc., Shareholders Litigation, 805 A.2d 184, 190 (Del. Ch. 2002);
- Solomon v. Pathe Communications Corp., 672 A.2d 35, 39 (Del., 1996).
- Loudon v. Archer-Daniels-Midland Co., 700 A.2d 135, 143 (Del. 1997);
- Zirn v. VLI Corp., 621 A.2d 773, 779 (Del. 1993);
- In Re Life Technologies, Inc., Shareholders litigation, ("Life Technologies"), Del. Ch., C.A. No. 16513, Lamb, V.C. (Nov. 24, 1998), 4;
- In Re Marriott Hotel Properties II Limited Partnership Unitholders Litig., Del. Ch., Consol. C.A. No. 14961, 39-42, Lamb, V.C. (Jan. 24, 2000);
- In Re Cox Communications, Inc., Shareholders Litigation, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).