

VII° CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA  
DEI PROFESSORI UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE  
"ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"  
"L'INFLUENZA DEL DIRITTO EUROPEO SUL DIRITTO COMMERCIALE ITALIANO:  
VALORI, PRINCIPI, INTERESSI"  
Roma, 26-27 febbraio 2016

ANTONIO CAPIZZI\*

**L'art. 2503-bis c.c. e la direttiva 78/855/CE.  
Tra equivalenza dei diritti e metodo maggioritario  
nelle operazioni di riorganizzazione\*\*.**

SOMMARIO: 1. Piano della ricerca. - 2. Il processo di adozione della Terza direttiva e la genesi degli artt. 13, 14 e 15. - 3. L'obbligo di interpretazione conforme al diritto europeo. - 4. Il recepimento in Italia della Terza Direttiva: l'art. 2503-bis<sup>1</sup> c.c. e la posizione degli obbligazionisti ordinari. - 4.1. La competenza dell'assemblea degli obbligazionisti ex art. 2415<sup>1</sup>, n. 2, c.c. e l'obbligo di interpretazione conforme alla luce dell'art. 14 della Terza direttiva e dell'art. 2503<sup>1</sup> c.c.. - 4.2. L'interesse tutelato dal diritto di opposizione ex art. 2503 c.c. (e, quindi, ex art. 2445<sup>3-4</sup> c.c.): l'equivalenza sostanziale delle condizioni economiche - 4.3. Prime provvisorie conclusioni in merito ai rapporti tra approvazione assembleare e diritto di opposizione attribuito ai portatori di strumenti finanziari obbligazionari. - 5. L'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. e la posizione dei "portatori di titoli diversi dalle azioni, forniti di diritti speciali". - 5.1. La posizione dei portatori di titoli convertibili o "ibridi". - 5.2. L'applicazione in concreto dell'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c.. La "equivalenza dei diritti" attribuiti ai titoli convertibili. - 5.3. La "equivalenza dei diritti" per le speciali categorie di azioni e per gli strumenti finanziari partecipativi. - 5.4. L'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. e il rapporto tra approvazione assembleare e assicurazione di diritti equivalenti. - 6. La giurisprudenza della Court of Chancery del Delaware in tema di entire fairness. - 7. - Alcuni altri punti di emersione nel diritto italiano del principio di equal value. - 8. Sintesi dei risultati raggiunti: la succedaneità funzionale tra rimedi collettivi e rimedi individuali.

1. *Piano della ricerca.* - Il tema prescelto muove dall'art. 2503-bis c.c., così come introdotto nel 1991 in attuazione degli artt. 13, 14 e 15 della terza direttiva in materia societaria (78/855/CE, d'ora in avanti la "Terza direttiva")(1).

---

\* Assegnista di ricerca in Diritto Commerciale presso il Facoltà di Giurisprudenza, Dipartimento di Scienze Giuridiche, Università "La Sapienza" di Roma.

\*\* L'attività di ricerca che ha originato il presente lavoro non sarebbe stata possibile senza il cortese aiuto e la grande disponibilità dimostrata nel corso di alcuni soggiorni bruxellesi dall'avv. Enrico Traversa, *Director - Senior Legal Adviser del Legal Service - Justice Team* della Commissione Europea e della dott.ssa Jocelyne Collonval degli Archivi Storici della medesima Commissione, cui vanno i miei più sinceri ringraziamenti.

(1) In GU L 295 del 20 ottobre 1978, 36 ss.. Il testo è stato pubblicato anche in *Giur. comm.*, 1979, I, 141 ss.; in *Riv. soc.*, 1978, 1708 ss.; in *Società*, 1986, 1023 ss.. In dottrina v. L. BUTTARO, *Considerazioni sulla riforma della disciplina delle fusioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 570 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *La recente disciplina in materia di fusione e di scissione di società: profili civilistici*, in *Dir. lavoro*, 1992, I, 374 ss.; R. CAPOTOSTI, *L'armonizzazione comunitaria del diritto delle società*, in *Assicurazioni*, 1978, 144 ss.; M. DE ACUTIS, *La terza direttiva CEE in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, II, 300 ss.; F. DI SABATO, *La nuova disciplina della fusione*, in *Riv. not.*, 1991, 903 ss.; G. FERRI, *Le società*<sup>2</sup>, in *Trattato di diritto civile* a cura di F. Vassalli, UTET, Torino, 1985, 937 e 940 ss.; P. GIROLAMI, *La normativa italiana in materia di fusione di società e la terza direttiva del consiglio CEE (78/855 CEE): problemi e ipotesi di adeguamento*, in *Dir. scambi internaz.*, 1983, 347 ss.; F. MASCARDI, *La fusione di società nel diritto comunitario*, in *Riv. soc.*, 1991, 1721 ss.; G. MARZIALE, *La fusione delle società nella disciplina comunitaria*, in *Società*, 1986, 976 ss.; A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto privato diretto* da P. Rescigno, XVII, UTET, Torino, 1985, 299 ss., in part. 382.

La norma interna di recepimento, come noto, disciplina espressamente al primo comma la sorte dei (soli) obbligazionisti ordinari ed al terzo comma la sorte dei (soli) obbligazionisti convertibili nel caso di fusione della società emittente, stabilendo che a costoro devono essere assicurati, rispettivamente, il diritto di opposizione *ex art.* 2503 c.c. o “diritti di equivalenti a quelli spettanti prima della fusione”. In entrambi i casi, però, il rimedio *individuale* (opposizione o diritti equivalenti) può essere superato da una decisione *collettiva* presa dall’assemblea speciale.

La norma, soprattutto nel suo terzo comma, è stata da molti interpreti ritenuta espressiva di un principio generale, già desumibile dal sistema<sup>(2)</sup>. Si intende quindi sviluppare tale argomento, sostenendo che l’art. 2503-*bis*<sup>1-3</sup> c.c. costituisce uno dei “punti di emersione” di un principio più generale che governa l’attuazione di quelle che vengono comunemente definite come “operazioni straordinarie” o “di riorganizzazione”<sup>(3)</sup> dell’emittente in relazione ai diritti dei portatori di titoli attributivi di diritti “speciali”. Principio generale che, peraltro, pur con i necessari adattamenti, quantomeno a livello di concreto risultato perseguito in termini di tutela, sembra trovare riscontro anche nell’esperienza nordamericana, in particolare nella giurisprudenza della *Chancery Court* del Delaware in tema di scrutinio giudiziale di alcune tipologie di fusioni<sup>(4)</sup>.

In base a tale principio le operazioni di modificazione della struttura finanziaria patrimoniale dell’emittente che vadano ad arrecare pregiudizi ai titoli diversi dalle azioni ordinarie potrebbero 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 possibili effetti dannosi attribuendo diritti, per l’appunto, “equivalenti”<sup>(5)</sup>.

L’analisi si concentrerà in primo luogo sull’obbligo di interpretare il diritto nazionale – ed in particolare l’art. 2503-*bis* c.c. – conformemente al dettato degli artt. 13, 14 e 15 della Terza direttiva. L’esito di tale analisi condurrà ad affermare la necessità, proprio in virtù dell’obbligo di interpretazione conforme, di interpretare estensivamente l’art. 2503-*bis*<sup>1-3</sup> c.c., espressamente dettato per i soli obbligazionisti ordinari e convertibili ma che invece, per effetto della Riforma del diritto societario del 2003, deve intendersi riferito a *tutti gli strumenti obbligazionari* (l’art. 2503-*bis*<sup>1</sup> c.c.) e a *tutti gli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi* (l’art. 2503-*bis*<sup>3</sup> c.c.).

La direttiva è stata sostituita dalla direttiva 2011/35/UE in GU L 110, 29 aprile 2011, di rifusione delle modifiche operate nel tempo al testo originario della Terza direttiva il cui contenuto, per le norme che qui interessano, è rimasto invariato.

<sup>(2)</sup> 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 e sulla loro applicabilità anche alle azioni e ai titoli diversi dalle azioni forniti di diritti speciali v. 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., 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.; M. S. SPOLIDORO, *Tutela degli obbligazionisti*, in A. SERRA – M. S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società (commento al d. lgs. 6 gennaio 1991 n. 22)*, Giappichelli, Torino, 1994, 119 ss..

<sup>(3)</sup> Con quest’espressione si intendono quelle operazioni che determinano un mutamento dell’assetto patrimoniale ed organizzativo della società emittente e che conseguono a deliberazioni di carattere straordinario, intese non nel senso della competenza dell’organo deliberante *ex art.* 2365 c.c. ma in quello di una loro esorbitanza rispetto alla normale attività di gestione dell’impresa sociale, analogamente v. F. GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento del capitale*, Giappichelli, Torino, 1995, 286 nt. 153.

<sup>(4)</sup> V. *infra* il § 6.

<sup>(5)</sup> V. *infra* il § 7.

Ciò premesso, il secondo obiettivo della ricerca è quello di indagare il significato da attribuire all'espressione "diritti equivalenti" ed in particolare se tale espressione vada intesa nel senso di comportare un diritto dei soggetti incisi ad evitare unicamente pregiudizi *di natura economica* o se invece essa, come appare preferibile, imponga - in particolare con riferimento alla vasta gamma di titoli attributivi di diritti amministrativi ipotizzabili nella s.p.a. - anche una riflessione imperniata sulla concreta *equivalenza tra diritti incorporati nei titoli* (di debito o di partecipazione) prima e dopo l'operazione di riorganizzazione<sup>(6)</sup>.

E' però lo stesso art. 2503-bis<sup>1-3</sup> c.c. a limitare l'operatività di tale "principio di equivalenza", qualunque sia il suo effettivo contenuto, ancora tutto da esplorare. Esso, infatti, reputa alternativa al diritto di opposizione o all'attribuzione di diritti equivalenti l'approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea speciale. Si legittima così il dubbio, meritevole di un'indagine che in questa sede può essere soltanto abbozzata ed offerta alla discussione, che tra i due sistemi di tutela - quello basato sul rimedio individuale e quello basato sul rimedio collettivo - riscontrabili in numerosi altri campi del diritto societario, sussista una sorta di *succedaneità funzionale*<sup>(7)</sup>.

Succedaneità funzionale che, qualora ritenuta predicabile, permetterebbe di risolvere molti dei problemi che si pongono nelle non rare occasioni in cui si pone il dilemma se metodi di tutela appartenenti ai due sistemi si applichino contemporaneamente o meno<sup>(8)</sup>.

Succedaneità funzionale che, infine, come già accennato, sembra riecheggiare le argomentazioni della giurisprudenza del Delaware in tema di scrutinio della congruità (*fairness*) di "*fundamental changes*" quali le fusioni in presenza di più categorie di azioni poste in essere dal socio di controllo. In tali ipotesi, infatti, i giudici della *Court of Chancery* si sono dichiarati disponibili ad abdicare al penetrante controllo sul sostanziale equilibrio dell'operazione loro attribuito dalla nozione di "*entire fairness*" qualora l'emittente avesse posto in essere, tra gli altri, rimedi "maggioritari", rimettendo in quest'ultimo caso l'efficacia dell'operazione al voto favorevole della maggioranza dei soggetti incisi.

2. *Il processo di adozione della Terza direttiva e la genesi degli artt. 13, 14 e 15.* - La Terza direttiva è stata elaborata sulla base di una proposta della Commissione resa pubblica nel 1970<sup>(9)</sup>, a sua volta fondata su di un rapporto introduttivo redatto dal prof. Pierre Van

<sup>(6)</sup> V. *infra* il § 5.4.

<sup>(7)</sup> V. *infra* il § 8.

<sup>(8)</sup> V. *infra* sempre il § 8.

<sup>(9)</sup> Cfr. *Proposition d'une troisième directive du Conseil tendant à coordonner les garanties qui sont exigées dans les Etats membres des sociétés, au sens de l'article 58, alinéa 2 du traité, pour protéger les intérêts, tant des associés que des tiers, en ce qui concerne les fusions de sociétés anonymes* (COM(70) 633 final), in GU C 89 del 13 luglio 1970. Il testo è stato pubblicato anche in *Riv. soc.*, 1970, 856 ss.; in *Riv. not.*, 1970, 720 ss..

Nella dottrina italiana, in merito alle diverse formulazioni della proposta v. F. COCHETTI, *Problemi relativi al coordinamento delle legislazioni nazionali sulle fusioni di società nei paesi del mercato comune europeo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1970, I, 237 ss.; M. IANNUZZI, *Osservazioni sul progetto di direttiva concernente le fusioni*, in *Riv. soc.*, 1971, 989 ss.; *Analisi critica del progetto di direttiva concernente le fusioni*, in *Il diritto delle società per azioni nella Comunità economica europea*, Quaderno ASSONIME, XXXV, Roma, 1972, 193 ss.; CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Osservazioni sulle proposte di seconda e terza direttiva in materia di società presentate al consiglio della CEE*, in *Riv. not.*, 1972, I, 229 ss., in part. 243 ss.; F. SCALDAFERRI, *Proposta di III direttiva comunitaria sulla fusione di società per azioni: adeguamento alla direttiva con riferimento alla tutela dei diritti dei soci*, in *Riv. not.*, 1975, I, 887 ss.; L. BIAMONTI - P. L. BIAMONTI - D. CORAPI - L. DI BRINA, *La riforma delle società per azioni in Italia e le iniziative comunitarie in materia di armonizzazione delle legislazioni societarie nei paesi membri della CEE*, in *Riv. dir. comm.*, 1973, I, 301 ss.; E. SIMONETTO, *Osservazioni sul progetto di direttiva sulla fusione di*

Ommeslaghe dell'Université Libre di Bruxelles<sup>(10)</sup>, all'epoca uno dei cinque consiglieri speciali in materia di società, e sui suggerimenti ricevuti dagli esperti nazionali in materia di armonizzazione del diritto societario. Il testo è stato poi modificato nel 1973<sup>(11)</sup> e nel 1975, per poi essere approvato nel 1978.

Con riferimento alla posizione dei titoli diversi dalle azioni, di più specifica attinenza al tema che si intende trattare, l'art. 15 stabilisce che:

*“I portatori di titoli diversi dalle azioni, forniti di diritti speciali, devono beneficiare, nella società incorporante, di diritti almeno equivalenti a quelli di cui beneficiavano nella società incorporata, a meno che la modifica dei loro diritti sia stata approvata da un'assemblea dei portatori di detti titoli, se la legislazione nazionale la prevede, oppure dai singoli portatori di detti titoli o anche a meno che tali portatori abbiano il diritto di ottenere il riscatto dei loro titoli da parte della società incorporante”.*

Tale testo definitivo è stato l'esito di un lungo processo di negoziazione in sede di Consiglio Europeo. Ed infatti, all'esito della prima lettura, terminata il 22 novembre 1973<sup>(12)</sup>, il testo: *i*) prevedeva unicamente il riferimento ai *titres autres que des actions*<sup>(13)</sup>, e solo in sede di seconda lettura<sup>(14)</sup> è stato aggiunto il riferimento ai “diritti speciali”<sup>(15)</sup>; *ii*) non faceva riferimento alcuno alla possibilità di evitare l'attribuzione di diritti equivalenti nel caso di diritto dei portatori ad ottenere il riscatto dei titoli da parte dell'incorporante.

Il ragionevole bilanciamento tra gli opposti interessi dell'emittente e dei portatori di tali titoli è stato così individuato nell'utilizzo della nozione di “diritti equivalenti”, tratta

*società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1978, 810 ss.; E. SORDI, *Politica societaria CEE: proposta di terza direttiva del consiglio in materia di fusione di società per azioni*, in *Dir. fall.*, 1979, I, 48 ss..

Più in generale, sul processo di armonizzazione del diritto societario europeo, v. M. ANDENAS - F. WOOLDRIDGE, *European Comparative Company Law*, Cambridge Un. Press., Cambridge, 2009, 7 ss.; V. EDWARDS, *EC Company Law*, Oxf. Un. Press., Oxford, 1999, 90 ss.; S. Grundmann, *European Company Law*<sup>2</sup> A. SANTA MARIA, *Diritto commerciale europeo*<sup>3</sup>, Giuffrè, Milano, 2008, 163 ss.. Con specifico riferimento a fusioni e scissioni v. G. MUSTAKI - V. ENGAMMARE, *Droit européen des sociétés*, Helbing & Lichtenhahn, Bâle, 2009, 278 ss. e F. BARBASO, *The Harmonisation of Company Law with regard to Mergers and Divisions*, in *Journ. of Bus. Law*, 1984, 176 ss..

Nella dottrina straniera v. il contributo di P. VAN OMMESLAGHE, *La proposition de troisième directive sur l'harmonisation des fusions de sociétés anonymes*, in *Quo vadis, ius societatum? Liber amicorum Pieter Sanders*, Kluwen - Martinus Nijhoff, Deventer - 'S-Gravenhage, 1972, 123 ss.. V. inoltre, successivamente all'adozione della direttiva, J. HEENEN, *La directive sur les fusions internes*, in *Cah. dr. eur.*, 1981, 24 ss.; G. KEUTGEN, *La directive européenne sur les fusions nationales*, in *Rev. prat. soc.*, 1979, 98 ss.; ID., *Le nouveau régime des directives européennes en matière de fusion et opérations assimilées*, in *Modes de rapprochement structurel des entreprises - tendances actuelles en droit des affaires*, Story-Scientia, Bruxelles, 1988, 87 ss.; O. LOY, *La troisième directive du Conseil des Communautés européennes du 9 octobre 1978 concernant les fusions de sociétés anonymes*, in *Rev. Trim. Dr. Eur.*, 1980, 354 ss.

<sup>(10)</sup> Doc. 2919/III/C/67-F del 23 febbraio 1967, preceduto da un rapporto del prof. Rodière (Doc. n. 13126/IV/64).

<sup>(11)</sup> Il testo è stato anche pubblicato in *Riv. soc.*, 1973, 693 ss..

<sup>(12)</sup> Doc. 349/74 (ES26).

<sup>(13)</sup> E v. infatti P. VAN OMMESLAGHE, *La proposition de troisième directive*, (nt. 9), 140, il quale, commentando l'*avant-projet*, si riferisce ai “*titulaires de droit sociaux de nature particulière*” elencando, a titolo di esempio le *parts de fondateur* e le *parts bénéficiaires* francesi e i *Genussscheine* tedeschi.

<sup>(14)</sup> Doc. 1288/76 (ES 101) e Doc. 234/77 (ES 24).

<sup>(15)</sup> Poi ulteriormente specificato in sede di dichiarazioni annesse al processo verbale nel corso della riunione del 23-24 febbraio 1978 (Doc. R/494/78 (ES 20) Allegato II, 33): “Le Conseil déclare que par l'expression “*porteurs de titres, autres que des actions, disposant des droit spéciaux*, il faut entendre notamment les *titulaires des droits dans la société absorbée négociables et transmissibles qui ne sont pas des droits de créance déjà visés par l'article 11 [attuale art. 13]*” (enfasi aggiunta).

dall'esperienza in materia di determinazione del rapporto di cambio tra le azioni nelle fusioni<sup>(16)</sup>, ma caratterizzata certamente da ulteriori difficoltà dovute al carattere più o meno *singolare* dei diritti o dei vantaggi connessi a tali titoli particolari e dalla difficoltà di stabilire se essi siano o meno surrogabili da altri diritti, per l'appunto equivalenti, nella società risultante dalla fusione<sup>(17)</sup>. E' proprio per questo motivo che, se la legislazione nazionale prevede l'organizzazione assembleare dei portatori, la necessità di rispettare tale equivalenza può essere superata attraverso l'approvazione, a maggioranza o all'unanimità, della soppressione di tali diritti e, per l'ipotesi di titoli che danno diritto alla restituzione di un determinato capitale, mediante un loro riscatto anticipato a discrezione del portatore.

Per quanto riguarda invece la posizione degli obbligazionisti ordinari, vengono in rilievo gli artt. 13 e 14 della direttiva. Il primo, dedicato alla protezione dei creditori sociali, con una posizione di evidente compromesso tra le diverse impostazioni all'epoca adottate dagli stati membri<sup>(18)</sup> mutuata dall'art. 32<sup>1</sup> della Seconda direttiva<sup>(19)</sup>, per quanto qui interessa<sup>(20)</sup> dispone che:

*“Le legislazioni degli Stati membri devono prevedere un adeguato sistema di tutela degli interessi dei creditori delle società partecipanti alla fusione per i crediti che siano anteriori alla pubblicazione del progetto di fusione e che non siano ancora scaduti al momento della pubblicazione. A tal fine le legislazioni degli Stati membri prevedono, quanto meno, che tali creditori abbiano il diritto di ottenere adeguate garanzie, qualora la situazione finanziaria delle società partecipanti alla fusione renda necessaria tale tutela e qualora detti creditori non dispongano già di tali garanzie”.*

La genericità della formulazione della norma è dovuta al fatto che, pur ammettendo in principio molti ordinamenti la necessità di tutelare i creditori coinvolti nella fusione, le soluzioni adottate all'epoca della direttiva si differenziavano sia per la platea di soggetti che potevano ricorrervi, sia per gli effetti, sia per i poteri attribuiti al giudice, spaziando dal vero e proprio diritto di opposizione ostativo previsto dall'art. 2503 c.c. italiano, al diritto per alcune categorie di creditori di ottenere una garanzia supplementare di cui all'abrogato art. 347 AktG tedesco, al diritto di opposizione attenuato previsto dall'art. 381 della l. 66-537 del 1966. La Terza direttiva ha quindi preso atto di tale varietà<sup>(21)</sup>, limitandosi a richiedere che, nel caso in cui la situazione finanziaria delle società partecipanti lo esiga, i creditori che già non dispongano di particolari garanzie possano ottenerle.

<sup>(16)</sup> Cfr. P. VAN OMMESLAGHE, *La proposition de troisième directive*, (nt. 9), 140, il quale però riferisce che in sede di *avant-projet* “il n'a pas paru souhaitable d'imposer un réseau de garanties complexes analogues à celles dont jouissent les actionnaires en raison de la moindre importance de ces valeurs mobilières”.

<sup>(17)</sup> V. *infra* il § 5.4.

<sup>(18)</sup> Cfr. P. VAN OMMESLAGHE, *La proposition de troisième directive*, (nt. 9), 139. Analogamente M. DE ACUTIS, *La terza direttiva CEE*, (nt. 1), 314. Più recentemente v. G. FERRI JR., *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Giuffrè, Milano, 1998.

<sup>(19)</sup> “Seconda direttiva 77/91/CEE del Consiglio, del 13 dicembre 1976, intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati Membri, alle società di cui all'articolo 58, secondo comma, del Trattato, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa”, in GU L 26, 31 gennaio 1977, 1 ss., rifiuta nel testo consolidato della Dir. 2012/30/UE in GU L 315, 14 novembre 2012, 74 ss.

<sup>(20)</sup> Il terzo comma della disposizione è infatti dedicato alla possibilità di differenziare le tutele tra creditori dell'incorporate e dell'incorporata, giacché molte esperienze non conoscono il diritto di opposizione per i creditori della società incorporante, v. sul punto P. VAN OMMESLAGHE, *La proposition de troisième directive*, (nt. 9), 139; F. COCHETTI, *Problemi*, (nt. 9), 246 ss..

<sup>(21)</sup> Per un'ampia e dettagliata panoramica v. F. COCHETTI, *Problemi*, (nt. 9), 246 ss., che critica l'obiettivo di armonizzazione minimale perseguito dalla Terza direttiva sul punto.

La posizione degli obbligazionisti è poi presa in considerazione dall'art. 14 ai sensi del quale:

*“Fatte salve le disposizioni relative all'esercizio collettivo dei loro diritti, l'articolo 13 è applicabile agli obbligazionisti delle società partecipanti alla fusione, a meno che la fusione sia stata approvata dall'assemblea degli obbligazionisti, se la legislazione nazionale la prevede, oppure dai singoli obbligazionisti”.*

La disciplina europea, quindi, anche in questo caso ha dovuto tener conto del fatto che non tutti gli stati membri prevedevano un'organizzazione collettiva degli obbligazionisti, molti lasciando ogni decisione in merito ai regolamenti di emissione, e che anche quelli che contemplavano tale organizzazione le attribuivano competenze non omogenee<sup>(22)</sup>. E' comunque evidente l'alternatività tra metodo di tutela individuale, per il tramite dell'opposizione o dell'approvazione da parte dei singoli, e metodo collettivo per il tramite dello strumento assembleare, ispirata al sistema francese all'epoca disegnato dall'art. 380 della l. 66-537 in base al quale l'emittente assorbito poteva, a sua scelta, o proporre il rimborso anticipato delle obbligazioni o sottomettere l'approvazione all'assemblea degli obbligazionisti<sup>(23)</sup>.

E' così da rilevare, con riferimento a tale ultimo aspetto, la posizione all'epoca assunta all'epoca dalle delegazioni danese ed inglese, che nel corso dei negoziati hanno tentato di far inserire nel testo della direttiva la possibilità di non approntare per gli obbligazionisti convertibili, in quanto creditori della società, il “sistema di tutela degli interessi dei creditori” previsti dall'art. 13 della Terza direttiva qualora il regolamento del prestito prevedesse specifiche modalità di aggiustamento<sup>(24)</sup>. Nel mondo giuridico anglosassone, oltre che in quello tedesco<sup>(25)</sup>, è infatti diffusa la tendenza ad approcciare il fenomeno dei pregiudizi subiti dai titoli convertibili attraverso strumenti unicamente contrattuali<sup>(26)</sup> (cc.dd. *anti-dilution clauses*)<sup>(27)</sup>, le quali però sono unicamente dirette a con-

(22) Cfr. P. VAN OMMESLAGHE, *La proposition de troisième directive*, (nt. 9), 139.

(23) *Ivi*, 140; v. anche il rendiconto della 23a riunione Gruppo di Lavoro “Diritto delle Società” tenutasi il 23 e 24 maggio 1967, doc. 7790/III/C/67/F, 6.

(24) Cfr. Doc. 1076/76 (ES 83) e Doc. 1288/76 (ES 101).

(25) Cfr. la SchVG (*Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen - Schuldverschreibungsgesetz*) del 31 luglio 2009, in vigore per le emissioni successive al 5 agosto 2009 che rimette all'autonomia dell'emittente la facoltà di prevedere nel regolamento di emissione la costituzione di costituire un organo assembleare deputato ad adottare a maggioranza decisioni vincolanti per tutti i portatori di obbligazioni.

(26) Cfr. sul punto G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, Giuffrè, Milano, 1992, 152-153; F. GUERRERA, *I warrants azionari*, (nt. 3), 243 e 248 nt. 61, nella quale da conto della tendenza dottrinale e giurisprudenziale nordamericana di “inquadrare la tradizionale tematica dell'*antidilution protection*, che riguarda specificamente i portatori di *warrants* e di obbligazioni convertibili, nell'ambito di una più ampia riflessione sulla contrapposizione di interessi che sottende il rapporto fra gli azionisti e gli altri investitori, della quale il *board of directors* si trova in qualche modo ad essere arbitro”.

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 draftmanship*, 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.

(27) 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

servare il *valore economico* del diritto di conversione consistente nella possibilità di lucrare *capital gains* sul proprio investimento, con il che scontando il non irrilevante effetto negativo 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<sup>(28)</sup>.

3. *L'obbligo di interpretazione conforme al diritto europeo.* – L'obbligo gravante sull'interprete nazionale di interpretare le norme interne conformemente al diritto dell'Unione costituisce oramai dato acquisito dell'esperienza giuridica contemporanea<sup>(29)</sup>. In questa sede si ritiene pertanto utile limitarsi unicamente a quei sintetici richiami necessari e opportuni al fine prefissato: dimostrare che, nonostante la formulazione letterale della norma interna di recepimento dell'art. 2503-bis c.c. menzioni unicamente le obbligazioni ordinarie e convertibili essa, proprio in virtù di tale obbligo d'interpretazione conforme, deve essere applicata anche a tutti gli altri strumenti obbligazionari, partecipativi e convertibili.

---

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=702581](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=702581); M. KAHAN, *Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities: A Guide Through 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](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10069). V. inoltre A. A. BERLE JR., *Convertible bonds and stock purchase warrants*, 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; anti-dilution clauses in convertible securities*, in *Un. Chi. Law Rev.*, 1965, 1 ss., in part. 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: a reply to Professor Kaplan*, in *Uni. Chi. Law. Rev.*, 1966, 494 ss.

<sup>(28)</sup> In termini analoghi v. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, (nt. 2), 457. Si pensi alla fusione, all'aumento di capitale o al mutamento di oggetto sociale. V. sul punto G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 155 nt. 9 con ampi richiami alla giurisprudenza e alla dottrina statunitensi, tedesche ed italiane ante 1974.

<sup>(29)</sup> Cfr. la recente e ampia monografia di G. PISTORIO, *L'interpretazione e i giudici. Il caso dell'interpretazione conforme al diritto dell'Unione Europea*, ESI, Napoli, 2012, in partt. 111 ss. oltre agli studi più attenti alle problematiche giuscommercialistiche di F. DENOZZA, *Le società*, in *I cinquant'anni del Codice Civile. Atti del Convegno di Milano 4-6 giugno 1992*, I, Giuffrè, Milano, 1993, 321 ss.; S. FORTUNATO, *Il diritto societario in prospettiva europea: principi generali e ricadute comunitarie*, in *Riv. soc.*, 1994, 426 ss.; R. WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nella Unione Europea*, in *Contr. impr.*, 1996, 487 ss. (il quale riprende, adattandole al contesto italiano, le idee già espresse da M. LUTTER, *Dies Auslegung angeleglichenen Rechts*, in *Jurist. Zeit.*, 1992, 593 ss.). Più recentemente v. P. MONTALENTI, *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403 ss., in part. 419 ss.; ID., *L'influenza del diritto europeo sul diritto societario italiano*, intervento orale di presentazione del tema del VII Convegno annuale dell'Associazione ODC, 10 luglio 2015, disponibile sul sito [www.orizzontideldiritto.commerciale.it](http://www.orizzontideldiritto.commerciale.it). In una prospettiva più tesa a valorizzare la possibilità di utilizzare il metodo della comparazione in senso prescrittivo v. G. B. PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, 325 ss.

V. inoltre G. BETLEM, *The doctrine of consistent interpretation – Managing legal uncertainty*, in *Oxf. Journ. of Leg. Stud.*, 2002, 399 ss.; J. L. DA CRUZ VILAÇA, *Le principe de l'effet utile du droit de l'Union dans la jurisprudence de la Cour*, in *The Court of Justice and the Construction of Europe: Analyses and Perspectives on Sixty Years of Case Law*, Asser Press, The Hague, 2013, 279 ss.; B. DE WITTE, *Direct effect, primacy, and the nature of the legal order*, in P. CRAIG and G. DA BURÇA (a cura di), *The Evolution of EU Law<sup>2</sup>*, Oxf. Un. Press., Oxford, 2011, 323 ss.; G. GAJA, *L'esigenza di interpretare le norme nazionali in conformità con il diritto comunitario*, in S. PANUNZIO – E. SCISO (a cura di), *Le riforme istituzionali e la partecipazione dell'Italia all'Unione europea*, Giuffrè, Milano, 2003, 133 ss.; ; G. GRECO, *I rapporti tra ordinamento comunitario e nazionale*, in *Trattato di diritto amministrativo europeo<sup>2</sup>*, diretto da M. P. Chiti e G. Greco, II, Giuffrè, Milano, 2007, 827 ss.; S. PRECHAL, *Directives in EC Law<sup>2</sup>*, Oxf. Un. Press., Oxford, 2005; M. RUVOLO, *Il giudice nazionale a confronto con la nozione di interpretazione conforme e con la sua "particolare" applicazione nella giurisprudenza della Corte di Giustizia*, in *Nuove autonomie*, 2006, 221 ss.; F. SORRENTINO, *L'evoluzione della giurisprudenza costituzionale in tema di rapporti tra ordinamento comunitario e ordinamento interno*, in AA.VV., *Corte costituzionale tra diritto interno e diritto comunitario*, Atti del Seminario, Roma, Palazzo della Consulta 15-16 ottobre 1990, Milano, 1990, 158 ss.; A. WARD, *Judicial review and the rights of private parties in EU law<sup>2</sup>*, Oxf. Un. Press., Oxford, 2007, 41 ss.

Secondo la Corte di Giustizia<sup>(30)</sup>, varrà ricordarlo, “nell’applicare il diritto nazionale, a prescindere dal fatto che si tratti di norme precedenti o successive alla direttiva, il giudice nazionale deve interpretare il proprio diritto nazionale alla luce della lettera e dello scopo della direttiva onde conseguire il risultato perseguito da quest’ultima e conformarsi pertanto all’art. 189, terzo comma, del Trattato”<sup>(31)</sup> (ora art. 288<sup>3</sup> TFUE<sup>(32)</sup>).

Il processo interpretativo interno deve quindi considerare quegli elementi normativi europei dotati di *capacità parametrica* in base ai quali ricostruire - ampliando, restringendo, o modificando - il significato da attribuire agli elementi normativi interni.

E’ però evidente che tale capacità parametrica si attegga diversamente a seconda del diverso rango, nel sistema delle fonti europee, della norma-parametro presa in considerazione. Ed infatti, mentre nel caso dei regolamenti - dotati di efficacia diretta<sup>(33)</sup> - basterà *adeguare* l’interpretazione del diritto interno - disapplicando, in caso di antinomia reale, la norma nazionale in contrasto - la rilevanza dell’interpretazione conforme emerge soprattutto quando la norma-parametro è, come la direttiva, formalmente sprovvista negli ordinamenti nazionali di efficacia diretta orizzontale - i.e. nei rapporti interprivati<sup>(34)</sup>. In quest’ottica l’interprete nazionale è chiamato ad accertare che il legislatore abbia adempiuto all’obbligo di attuazione con misure idonee ed adeguate al perseguimento degli scopi della direttiva, così situandosi, come è stato efficacemente notato, da qualche parte vicino alla fine, ma prima di essa, di una “*chain of implementation*”<sup>(35)</sup>. Una sorta di obbligo di “interpretazione rimediale”<sup>(36)</sup>, quindi, gravante sul giudice nazionale, il quale deve agire *presumendo* che il legislatore non abbia inteso violare gli obblighi assunti in sede europea<sup>(37)</sup>. Interpretazione rimediale che, a ben vedere, finisce però con l’attribuire alle direttive inattuate o non correttamente attuate, in contraddizione con la appena ricordata negazione di una loro efficacia diretta orizzontale, una sorta di effetto orizzontale *indiretto* o *mediato*<sup>(38)</sup>.

Giova poi precisare che l’oggetto di tale obbligo di interpretazione conforme non può essere soltanto la norma nazionale in odore di contrasto con il diritto europeo, bensì “tutte le altre disposizioni nazionali, pur se prive di alcun legame funzionale, diretto o

<sup>(30)</sup> Tra le quali assume rilievo centrale la decisione del 13 novembre 1990, C-106-89, *Marleasing*, in *Racc.*, 1990, I, 4135 ss. e in *Foro It.*, 1992, IV, 173 ss., con nota di L. DANIELE, *Novità in tema di efficacia delle direttive comunitarie non attuate*. Per una rassegna delle precedenti decisioni sul punto v. G. PISTORIO, *L’interpretazione e i giudici*, (nt. 29), 112 nt. 2; sul punto v. anche C.W.A. TIMMERMANS, *Directives: their effects within the national legal system*, in *Common Market Law Rev.*, 1979, 533 ss..

<sup>(31)</sup> Cfr. Corte Giust., C-106-89, *Marleasing* (nt. 30). V. inoltre Corte Giust., 5 ottobre 2004, cause riunite C-397-01 e 402-01, *Pfeiffer*, in *Racc.*, 2004, I, 8835 ss., ove si è precisato che “l’esigenza di un’interpretazione conforme del diritto nazionale è inerente al sistema del Trattato, in quanto permette al giudice nazionale di assicurare, nel contesto delle sue competenze, la piena efficacia delle norme comunitarie quando risolve la controversia ad esso sottoposta”.

<sup>(32)</sup> Ai sensi del quale “La direttiva vincola lo Stato membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi”.

<sup>(33)</sup> Per la nozione di efficacia diretta v. ampiamente G. PISTORIO, *L’interpretazione e i giudici*, (nt. 29), 115.

<sup>(34)</sup> V. la giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema citata da G. PISTORIO, *L’interpretazione e i giudici*, (nt. 29), 154 nt. 90 e le critiche della dottrina alla successiva nt. 92.

<sup>(35)</sup> Cfr. S. PRECHAL, *Directives in EC Law*, (nt. 29), 180 ss..

<sup>(36)</sup> Cfr. S. PRECHAL, *Directives in EC Law*, (nt. 29), *ivi*.

<sup>(37)</sup> Cfr. Corte Giust., 16 dicembre 1993, C-334/92, *Wagner Miret*, in *Racc.*, I, 6911 ss. e M. RUVOLO, *Il giudice nazionale a confronto con la nozione di interpretazione conforme*, (nt. 29), 248; L. DANIELE, *Novità in tema di efficacia delle direttive comunitarie non attuate*, (nt. 29), 176.

<sup>(38)</sup> Cfr. G. PISTORIO, *L’interpretazione e i giudici*, (nt. 29), 167 ss. e la bibliografia *ivi* citata.



indiretto, con il procedimento degli atti dell'Unione Europea" (39). L'adozione di una direttiva e la conseguente esplicitazione degli scopi della medesima non fanno altro che *eu-ropeizzare* "sia gli articoli aggiunti o novellati, sia i vecchi articoli che tacitamente servono ad accogliere la direttiva comunitaria nell'ordinamento dello Stato membro" (40), i quali, "pur presentandosi nella veste consueta a tutti gli altri che si leggono nel c.c., acquistano una rigidità ed una valenza diversa da quelle che siamo soliti attribuire alle leggi ordinarie" (41).

La centralità dello scopo della produzione normativa europea, la cui individuazione costituisce oggetto e limite dell'attività compiuta dagli interpreti nazionali, comporta una notevole rilevanza - forse maggior a quella che normalmente si assegna nel foro interno - dei criteri interpretativi *funzionale* e *storico*, con conseguente necessità di esaminare attentamente sia i lavori preparatori (42), come si è cercato di fare nelle pagine che precedono, sia le legislazioni nazionali cui potrebbe essersi ispirato il legislatore comunitario nel compiere le proprie scelte (43).

4. *Il recepimento in Italia della Terza Direttiva: l'art. 2503-bis<sup>1</sup> c.c. e la posizione degli obbligazionisti ordinari.* - La Terza direttiva, come noto, è stata recepita in Italia dal d. lgs. 22/1991 (44), unitamente alla Sesta direttiva (82/891/CEE (45)) in materia di scissione.

Per quanto riguarda gli obbligazionisti la loro posizione, in attuazione di quanto disposto dall'art. 14 della Terza direttiva, è regolata dall'art. 2503-bis<sup>1</sup> c.c. - applicabile alla scissione in virtù del richiamo compiuto dall'art. 2506-ter<sup>5</sup> c.c. - in base al quale:

*"i possessori di obbligazioni delle società partecipanti alla fusione possono fare opposizione a norma dell'art. 2503, salvo che la fusione sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti".*

La norma, come evidente, si riferisce espressamente ai soli possessori di obbligazioni, così come l'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. prende in considerazione la sola posizione degli obbligazionisti convertibili. Scelta, quella compiuta dal legislatore dell'epoca, perfettamente comprensibile alla luce della più semplice struttura dei mezzi di finanziamento disponibili per le s.p.a. anteriormente alla Riforma del 2003 ma che, all'esito della profonda liberalizzazione introdotta con il nuovo art. 2411 c.c. e con l'introduzione dei c.d. "strumenti

(39) Cfr. Corte Giust., 13 novembre 1990, *Marleasing*, (nt. 30), che ha anche aggiunto che "nell'applicare il diritto nazionale, a prescindere dal fatto che si tratti di norme precedenti o successive alla direttiva, il giudice nazionale deve interpretare il proprio diritto nazionale alla luce della lettera e dello scopo della direttiva onde conseguire il risultato perseguito da quest'ultima". V. inoltre la successiva giurisprudenza della Corte citata da G. PISTORIO, *L'interpretazione e i giudici*, (nt. 29), 223 nt. 302.

(40) Cfr. R. WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nella Unione Europea*, (nt. 29), 490.

(41) *Ibidem.* Analogamente v. F. DENOZZA, *Le società*, (nt. 29), 322; S. FORTUNATO, *Il diritto societario in prospettiva europea*, (nt. 29), 432.

(42) Cfr. R. WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nella Unione Europea*, (nt. 29), 497.

(43) Cfr. Cfr. R. WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nella Unione Europea*, (nt. 29), 497-498, sul punto v. *infra* il § 6.

(44) Cfr. G. OPPO, *Fusione e scissione delle società secondo il d. lgs. n. 22/1991: profili generali*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, 501 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Fusione e scissione di società: lo schema di legge di attuazione delle Direttive CEE*, in *Riv. dir. comm.*, I, 109 ss.. Anteriormente al recepimento v. U. MORERA, *I principi comunitari per le fusioni di società: analisi e riflessioni nella prospettiva di adeguamento*, in *Foro it.*, 1987, IV, 250 ss..

(45) In. GU L 378, 31 dicembre 1982, 47 ss., i cui artt. 12<sup>4</sup> e 13 disciplinano, rispettivamente, la posizione degli obbligazionisti e dei portatori di titoli diversi dalle azioni, forniti di diritti speciali, in maniera analoga alla Terza direttiva.

finanziari” ex art. 2346<sup>6</sup> c.c.<sup>(46)</sup>, deve essere rimeditata proprio alla luce del sopra cennato obbligo di interpretazione conforme.

Si è infatti dato conto in occasione dei lavori in seno al Consiglio le delegazioni degli Stati membri ritennero opportuno inserire una dichiarazione<sup>(47)</sup> a verbale che specificasse come il discrimine tra gli strumenti soggetti all’art. 14 e quelli considerati dall’art. 15 della Terza direttiva dovesse essere individuato nel *contenuto del diritto incorporato nel titolo*: se tale diritto fosse stato di credito, detti strumenti sarebbero stati ricompresi nel campo di applicazione dell’art. 14.

E’ allora inevitabile ritenere che la disciplina dell’art. 2503-bis<sup>1</sup> c.c. si applichi non solo agli obbligazionisti ordinari ma anche ai creditori il cui titolo sia rappresentato da altri strumenti finanziari “obbligazionari” ex art. 2411<sup>3</sup> c.c.<sup>(48)</sup> oltre che da strumenti finanziari di cui all’art. 2346<sup>6</sup> c.c. privi di diritti amministrativi ma dotati di soli diritti patrimoniali<sup>(49)</sup>.

---

<sup>(46)</sup> In generale, sul notevole ampliamento dei canali di finanziamento dell’impresa organizzata in forma di s.p.a. operata dalla Riforma del 2003, che ha instaurato, una vera e propria “linea continua di posizioni” tra l’azione e l’obbligazione, v., tra i tanti, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, CEDAM, Padova, 2006, 80; P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; i: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 673 ss.; A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l’autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell’impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 641 ss., in part. 645, ove si insiste sul vero e proprio rovesciamento della disciplina, sino ad allora cogente, delle tipologie di finanziamento della s.p.a.; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268 ss.; ma v. già sul punto T. ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1959, I, 1 ss..

Sulla problematica distinzione tra “strumenti finanziari obbligazionari” ex art. 2411<sup>3</sup> c.c. e “strumenti finanziari partecipativi” ex art. 2346<sup>5</sup> c.c., da molti autori ricondotta alla sussistenza solo nel secondo caso dell’attribuzione di diritti amministrativi – seppure per quanto interessa ai fini del presente lavoro detta distinzione, in ragione della sostanziale equivalenza tra la struttura dei due commi dell’art. 2503-bis c.c., non rilevi più di tanto – v. l’ampia bibliografia citata da N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Giuffrè, Milano, 2012, 18-21, la quale (*ivi*, 23), non ritiene però che tale criterio discrezionale, basato sul contenuto dei diritti concretamente attribuiti dall’autonomia decisionale dell’emittente, sia quello più adeguato.

<sup>(47)</sup> Cfr. Doc. R/494/78 (ES 20) Allegato II, (nt. 15).

<sup>(48)</sup> In merito a tale nozione v. il recente ed ampio studio di N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, (nt. 46), 26 ss., la quale, ai fini della caratterizzazione di tale categoria, assegna rilevanza alla sussistenza di un obbligo di rimborso.

<sup>(49)</sup> V. sul punto N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. ABRIANI – S. AMBROSINI – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, CEDAM, Padova, 2010, 231 ss., in part. 341; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, Giuffrè, Milano, 2006, 28; R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto della società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, UTET, Torino, 2007, 727 ss., in part. 732; 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. 178; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2010, 160; M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta di risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 433 ss., in part. 455; 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.; E. SORCI, *Contributo alla ricostruzione della fattispecie “strumento finanziario partecipativo” (uno, nessuno o centomila)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 402 ss., in part. 417; M. S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2003, I, 205 ss., in part., 215-216, ove, sul presupposto che la richiesta di approvazione da parte dell’assemblea speciale non sia richiesta quando ad essere pregiudicati siano soltanto titolari di strumenti finanziari obbligazionari, rileva che tale scelta non trova giustificazione “in una ragione apparentemente comprensibile”; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari «partecipativi» (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 143 ss., in part. 149.

Nel senso dell’assimilabilità agli strumenti obbligazionari di tali strumenti, per i quali la legge non prevede espressamente un’organizzazione assembleare (riservata dall’art. 2376 c.c. agli strumenti dotati di

L'obbligo di assicurare a tali soggetti un "adeguato sistema di tutela" imposto dall'art. 13 e la possibilità di avvalersi dell'opzione per l'alternativo sistema dell'approvazione assembleare concessa dall'art. 14 non hanno così richiesto una modifica dell'ordinamento italiano, che già prevedeva per costoro, in quanto creditori, la possibilità di proporre opposizione *ex art. 2503 c.c.*<sup>(50)</sup> salva però, secondo quanto dettato dalla norma in commento, l'introduzione dell'approvazione da parte dell'assemblea speciale.

E' allora quest'ultimo punto, concernente la alternatività tra tutela *collettiva* per il tramite del voto in assemblea speciale e tutela *individuale* per il tramite dell'opposizione *ex art. 2503 c.c.*, a sollecitare un ulteriore approfondimento.

4.1. *La competenza dell'assemblea degli obbligazionisti ex art. 2415<sup>1</sup>, n. 2, c.c. e l'obbligo di interpretazione conforme alla luce dell'art. 14 della Terza direttiva e dell'art. 2503<sup>1</sup> c.c..* - Anteriormente al recepimento della Terza direttiva era opinione comune quella per cui in caso di fusione gli obbligazionisti, in quanto creditori, fossero legittimati *individualmente* a proporre opposizione<sup>(51)</sup>, senza che tale legittimazione potesse essere esclusa da un contrario voto dell'assemblea speciale. Analogamente, in mancanza di una norma analoga a quella in commento, ancora oggi si sostiene che nell'ipotesi di riduzione volontaria del capitale, l'opposizione *ex art. 2445<sup>3</sup> c.c.* possa essere esercitata dal singolo obbligazionista<sup>(52)</sup>.

Le appena riportate conclusioni interpretative circa la legittimazione individuale degli obbligazionisti a proporre opposizione si ritiene derivassero (e derivino tutt'ora per il caso della riduzione volontaria del capitale) da una lettura restrittiva dell'art. 2415<sup>1</sup>, n. 2, c.c., che subordina all'approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti le "modificazioni delle condizioni del prestito".

Com'è noto, la dottrina più recente e prevalente, pur non senza qualche incertezza<sup>(53)</sup>, ritiene che la detta espressione stia a significare che è modificabile a maggioranza qualsiasi *modalità* del prestito - che sia accessoria o essenziale<sup>(54)</sup> - purché sussista

diritti amministrativi) con conseguente applicabilità del regime dell'art. 2415 c.c., v. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, (nt. 46), 88 e 102; G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 805 ss., in part. 816 ss..

<sup>(50)</sup> V. C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7\*\* 1, UTET, Torino, 2004, 485 ss. e *infra* il § 4.2.

<sup>(51)</sup> V. al riguardo quanto osservato da U. MORERA, *I principi comunitari*, (nt. 44), 258, il quale, nel regime in allora vigente, riteneva "indiscutibile il diritto degli obbligazionisti a proporre opposizione *ex art. 2503 c.c.*, onde evitare pregiudizi in relazione al rimborso" e che (*ivi*, nt. 53) suggeriva come in alternativa a tale regime si sarebbe potuto prevedere "a) l'obbligo [espressamente posto, n.d.r.] dell'assemblea degli obbligazionisti di deliberare sulla fusione *ex art. 2415 c.c.*; b) la conseguente inibizione, per tale categoria, a proporre opposizione *ex art. 2503 c.c.* (in ogni caso)"; M. S. SPOLIDORO, *Tutela degli obbligazionisti*, (nt. 2), in part. 120-121. V. inoltre C. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 496 e la bibliografia citata *ivi* alla nt. 33 che ricorda come si discutesse circa la legittimazione individuale o collettiva, previa decisione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti.

<sup>(52)</sup> Cfr. R. NOBILI, *La riduzione del capitale*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 3, UTET, Torino, 2006, 297 ss., in part. 314.

<sup>(53)</sup> Puntualmente elencate da N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, (nt. 46), 91.

<sup>(54)</sup> Ad es. proroga del termine di rimborso, modifica del tasso d'interesse, rinuncia a parte delle garanzie, prolungamento della durata del prestito. Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, (nt. 2), 518; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, Giuffrè, 1983, 73 ss.; 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, 148; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, (nt. 46), 81 ss.; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, UTET, Torino, 1999, 410; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 154; nettamente, nel senso della modificabilità a maggioranza di qualsiasi aspetto, anche essenziale (quali l'integrità o la data del rimborso), del prestito v. G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*<sup>2</sup>, UTET, Tori-

l'interesse della società al mutamento, fermo il limite del rispetto della parità di trattamento tra gli obbligazionisti<sup>(55)</sup>.

Problematica, quella appena accennata, che acquista particolare interesse all'esito della Riforma del 2003 e dell'ampia libertà concessa all'emittente dall'art. 2411 c.c. nel designare le tipologie di strumenti obbligazionari. Si pone, infatti, il tema, già ampiamente affrontato dalla dottrina con riferimento alle categorie di azioni<sup>(56)</sup>, delle c.d. "conversioni forzate" da una tipologia all'altra di strumento e, quindi, della modificabilità a maggioranza delle caratteristiche tipologiche o strutturali del prestito. A fronte, infatti, di una sola opinione registrata nel senso della libera convertibilità<sup>(57)</sup>, per la maggioranza degli interpreti che si sono pronunciati sul punto le caratteristiche strutturali del titolo non sono disponibili da parte della maggioranza<sup>(58)</sup>.

no, 1962, 326 ss. e S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 107 ss., in part. 128 ss.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1964, 227; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1971, 38 ss..

Da parte di alcuni autori, soprattutto in epoca più risalente, si è invece sostenuta la necessità di distinguere tra modifiche sostanziali o essenziali (ad es. la rinuncia, anche parziale, al rimborso del capitale ed alla facoltà di conversione delle azioni) e modifiche accessorie (ad es. data di rimborso del prestito, misura del tasso di interesse, rinuncia a parte delle garanzie), ammettendo la possibilità di una modifica a maggioranza solo delle seconde, v. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, (nt. 54), 136 ss.; D. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, in *Società*, 1991, 320 ss., in part. 320; V. COLUSSI, *Obbligazioni di società* (ad vocem), in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990, 5; G. DE FERRA, *Le garanzie a favore degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1959, I, 39 ss.; A. DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale*<sup>7</sup>, Città di Castello, 1967, 331 ss.; A. FORMIGGINI, *Diritti individuali degli azionisti privilegiati e degli obbligazionisti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1952, 115 ss., in part. 127; A. GRAZIANI, *Diritto delle società*<sup>5</sup>, Morano, Napoli, 1963, 425; L. MOSSA, *Obbligazioni e obbligazionisti nella società per azioni*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1955, I, 80 ss.

A tale ricostruzione si è convincentemente replicato che la distinzione tra elementi accessori ed elementi strutturali mal coglierebbe la *ratio* della norma, che invece affiderebbe all'individuazione del proprio campo di applicazione la sussistenza o meno di un interesse comune della categoria tale da giustificare la modifica o l'alterazione delle condizioni strutturali del rapporto, v. in tal senso G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, (nt. 2), 496; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 54), 72 ss.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 154; G. FERRI, *Le società*, (nt. 1), 509; 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., in part. 610 ss.; R. GALLI, *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario*, in *Giur. comm.*, 1991, II, 511 ss.; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, (nt. 54), 128 ss.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, (nt. 54), 225 ss.; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, Giuffrè, Milano, 1981, 44 ss.

Per un quadro comparatistico abbastanza aggiornato v. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, (nt. 46), 82 ss.; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Giuffrè, Milano, 2008, 66 ss. e 174 ss.; oltre ai non più recenti lavori di G. F. CAMPOBASSO, *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadessa e A. Rojo, Giuffrè, Milano, 1993, 225 ss.; *La disciplina delle obbligazioni in Europea*, a cura di A. De Vita, in *Società*, 1991, 357 ss.; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, (nt. 54), 31 ss..

<sup>(55)</sup> Cfr. T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1951, I, 28 ss., in part. 32 nt. 13; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, (nt. 2), 495; G. FERRI, *Le società*<sup>3</sup>, in *Tratt. Vassalli*, UTET, Torino, 1987, 536; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, (nt. 54), 227.

<sup>(56)</sup> Sia permesso il richiamo a A. CAPIZZI, *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<sup>3</sup> c.c.*, nota a *Trib. Roma*, 7 luglio 2011, n. 14708, in *Giur. comm.*, 2013, II, 274 ss., e la bibliografia citata alla pag. 290, tra cui v. in part. 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 degli azionisti di risparmio*, Giuffrè, Milano, 1984, 70.

<sup>(57)</sup> Cfr., sulla scia dell'orientamento di G. Ferri sr. richiamato alla precedente nt. 54, R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, (nt. 54), 153.

<sup>(58)</sup> Cfr. S. AMBROSINI, *Obbligazioni*, in N. ABRIANI - S. AMBROSINI - O. CAGNASSO - P. MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, CEDAM, Padova, 2010, 885 ss., in part.

Il discorso deve allora volgersi al profilo – che si pone anche con riferimento alle assemblee speciali *ex art. 2376 c.c.*<sup>(59)</sup> – della rilevanza dei pregiudizi c.d. “indiretti” e sulla circostanza se essi possano rientrare nella nozione di “modificazione delle condizioni del prestito”. E’ infatti evidente che in caso di fusione, così come nell’ipotesi di riduzione del capitale, quantomeno per le obbligazioni ordinarie non è detto che sia toccato il regolamento del prestito e quindi le *condizioni contrattuali* del medesimo, potendosi verificare nella stragrande maggioranza dei casi esclusivamente un mutamento – tra l’altro nella fusione non necessariamente in senso deteriore – delle *condizioni patrimoniali* dell’emittente/soggetto debitore<sup>(60)</sup>. In tale evenienza la competenza dell’assemblea speciale potrebbe essere quindi predicata solo aderendo a quell’opinione che, nel rilevare la natura “sfumata ed incerta” della nozione di pregiudizio rilevante, la individua in quella di “mutamento (in senso deteriore) dei diritti della categoria in conseguenza di un atto altrui di disposizioni di tali diritti o, in genere, di una anormale ingerenza nella sua sfera giuridica”<sup>(61)</sup>.

Esposto, seppure per sommi capi, il quadro estremamente complesso e sfaccettato delle opinioni registrate in merito al significato da attribuire all’espressione “modificazione delle condizioni del prestito” di cui all’art. 2415<sup>1</sup>, n. 2, c.c., tale per cui non è dato affermare che, allo stato attuale, sia riscontrabile una posizione affermata e consolidata, occorre nondimeno prendere atto del netto, se rapportato alla complessità appena esposta, intervento del legislatore in sede di recepimento della Terza direttiva.

Ed infatti, la scelta di avvalersi dell’alternativa, offerta dalla medesima norma, di coinvolgere l’assemblea speciale quale metodo di tutela sostitutivo del diritto di opposizione fa sì che, almeno in un ambito, quello della fusione, il rimedio assembleare sia attivabile in un’ipotesi in cui si verificano, senza dubbio alcuno, pregiudizi *indiretti* dei portatori di strumenti obbligazionari.

---

893; L. AUTORI, sub *art. 2415-2420*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Egea, Milano, 2006, 203 ss., in part. 220 ss., che ammette solo la rinuncia a parte della somma mutuata; G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, (nt. 2), 497; B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Giuffrè, Milano, 2009, 344; G. COTTINO, *Diritto societario*<sup>2</sup>, a cura di O. Cagnasso, CEDAM, Padova, 2011, 467, in tema di modifica del criterio di indicizzazione; A. GAMBINO – D. U. SANTOSUOSSO, *Il Società di capitali*, Giapichelli, Torino, 2006, 175; G. GIANNELLI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in AA. VV., *Diritto delle società*<sup>4</sup>, Giuffrè, Milano, 2008, 166.

<sup>(59)</sup> V. *infra* il § 5.4.

<sup>(60)</sup> V. al riguardo quanto recentemente osservato da N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, (nt. 46), 100-101, la quale, nel porre a raffronto i due sistemi degli artt. 2376 e 2415 c.c. reputa giustificabili le cautele manifestate dalla dottrina italiana nell’individuazione delle modificazioni delle condizioni del prestito possibili a maggioranza sulla base del fatto che solo il contratto che lega gli azionisti speciali con l’emittente sarebbe “incompleto”, sicché solo “l’assemblea delle azioni speciali contribuisce, pur occasionalmente, alla realizzazione di un assetto organizzativo che costituisce lo sviluppo di un contratto incompleto [...] [mentre] l’assemblea degli obbligazionisti non è [...] l’organizzazione preposta allo svolgimento in comune di una attività, ma piuttosto un meccanismo particolare di tutela degli interessi degli obbligazionisti e dell’interesse della società, che individua un unico interlocutore”. L’appena esposta teoria conduce poi alla necessitata conseguenza, non del tutto condivisibile, per cui “il pregiudizio indiretto rileva ai sensi dell’art. 2376 c.c., ma non ai sensi dell’art. 2415 c.c.”. Non si comprende infatti come sia possibile che a fronte di una situazione in cui gli obbligazionisti che avrebbero il diritto a pretendere ciò che “essi hanno negoziato e accettato con la sottoscrizione e l’acquisto dei titoli” (*ivi*) – e, viene da aggiungere, nulla di meno – sia poi possibile giungere ad una conclusione che, dando peraltro per scontata la rilevanza dei pregiudizi indiretti nel sistema dell’art. 2376 c.c., ne nega la rilevanza proprio con riferimento agli obbligazionisti, che si pretenderebbe essere più tutelati.

<sup>(61)</sup> Cfr. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960, 207.

Consequente a quanto appena osservato sorge allora il dubbio se tale dato normativo possa costituire un indice per una ricostruzione in termini più generali del dettato dell'art. 2415<sup>1</sup>, n. 2, c.c. o se, invece, detta competenza sia da ricomprendere nella clausola residuale relativa agli "altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti" di cui al n. 5 del medesimo articolo<sup>(62)</sup>. Interrogativo la cui risposta potrà essere abbozzata solo dopo aver preso in esame la disciplina dettata dall'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. per i "portatori dei titoli diversi dalle azioni, forniti di diritti speciali"<sup>(63)</sup>.

4.2. *L'interesse tutelato dal diritto di opposizione ex art. 2503 c.c. (e, quindi, ex art. 2445<sup>3-4</sup> c.c.): l'equivalenza sostanziale delle condizioni economiche* – Come noto, secondo la dottrina prevalente l'art. 2503 c.c. concede il diritto di opposizione ai creditori "per evitare che la riduzione pregiudichi i crediti (rendendone più incerta la soddisfazione da parte del debitore)"<sup>(64)</sup>. E' quindi onere dei creditori oppositori di provare la sussistenza di uno specifico pregiudizio, consistente nella concreta possibilità che, per effetto della riduzione, la riscossione venga messa in pericolo.

L'opposizione, quindi, come *mezzo di conservazione della garanzia patrimoniale*, il che risulta chiaramente anche dall'art. 13<sup>2</sup> della Terza direttiva, che impone l'obbligo di prevedere una "tutela adeguata" solo "qualora la situazione finanziaria delle società partecipanti alla fusione renda necessaria tale tutela e qualora detti crediti non dispongano già di tali garanzie"<sup>(65)</sup>.

Funzione del diritto di opposizione è, quindi, evitare che l'operazione di fusione arrechi uno specifico pregiudizio al singolo creditore *sub specie* di riduzione della garanzia patrimoniale. E' però agevole osservare che, per quanto concerne i titolari di strumenti finanziari obbligazionari, tale ipotetico pregiudizio, se non impedito nel suo verificarsi,

---

<sup>(62)</sup> Con conseguente inapplicabilità delle maggioranze rafforzate previste dall'art. 2415<sup>3</sup> c.c., v. in tal senso M. S. SPOLIDORO, *Tutela degli obbligazionisti*, (nt. 2), 121.

<sup>(63)</sup> V. *infra* §§ 5 e ss.

<sup>(64)</sup> Così R. NOBILI - M. S. SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 6\*, UTET, Torino, 1993, 197 ss., in part. 262 ss. e la bibliografia citata all'nt. 4, i quali, per descrivere le caratteristiche che deve assumere tale pregiudizio, richiamano quelle opinioni (*ivi* nt. 8) che accostano opposizione e azione revocatoria ordinaria; opinione cui si contrappone, tra gli altri, quella di G. FERRI, *Le società*, (nt. 1), 159 e 937 e di A. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Giuffrè, Milano, 1978, in part. 91 ss., che ritengono che il diritto di opposizione assolva al compito di tutelare l'interesse generale dei creditori al mantenimento della consistenza patrimoniale del proprio debitore, sicché non sarebbe necessario provare la sussistenza di un concreto pregiudizio riveniente dall'operazione.

Più recentemente, alla luce della Riforma del 2003, v. in argomento R. NOBILI, *La riduzione del capitale*, (nt. 52), 314-315, il quale valorizza, a sostegno della tesi prevalente, il nuovo art. 2445<sup>4</sup> c.c., ai sensi del quale il Tribunale, investito dell'opposizione, può disporre l'esecuzione della delibera di riduzione del capitale (e quindi di fusione e/o scissione) "quando ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori". Analogamente, con riferimento al diritto di opposizione previsto dall'art. 2503 c.c., v. C. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 518 ss. e la giurisprudenza *ivi* citata alla nt. 95; G. FERRI JR., *Modificabilità e modificazioni*, (nt. 18), 55 ss., che richiama il fenomeno della c.d. "confusione dei creditori" proprio della fusione, in cui il pur possibile ampliamento del patrimonio del debitore potrebbe non essere compensato dalla "concorrenza" con i creditori delle altre società partecipanti. V. inoltre A. BUSANI, *La stipula dell'atto di fusione nonostante l'opposizione dei creditori*, in *Società*, 2015, 1227 ss.; O. CAGNASSO, *L'opposizione alla fusione: profili sostanziali e procedurali*, nota a Trib. Milano, 14 novembre 2011, in *Giur. it.*, 2012, 1355 ss.; G. MUCCIARONE, *L'opposizione alla fusione di società: interesse sociale, ragioni dei creditori, sana e prudente gestione della banca*, Giuffrè, Milano, 2014; R. ORIANI, *L'opposizione dei creditori della società alla fusione nel quadro dei mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale*, Giuffrè, Milano, 2011; V. SANGIOVANNI, *Fusione di società e opposizione dei creditori*, in *Contr. impr.*, 2010, 1348 ss..

<sup>(65)</sup> Cfr. C. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 519.

in un contesto di mercato efficiente<sup>(66)</sup> sarebbe destinato a riflettersi sul valore economico degli strumenti finanziari obbligazionari che incorporano il diritto di credito lesivo e il cui valore dipende direttamente dalla liquidità di tale credito. Si potrebbe quindi sostenere che il diritto di opposizione costituisca uno strumento di tutela destinato ad assicurare che all'esito dell'operazione di riorganizzazione (fusione o riduzione volontaria di capitale che sia) non sia alterato il valore economico dello strumento finanziario obbligazionario.

4.3. *Prime provvisorie conclusioni in merito ai rapporti tra approvazione assembleare e diritto di opposizione attribuito ai portatori di strumenti finanziari obbligazionari.* – Alla luce di quanto appena osservato, ed in ragione della chiara formulazione dell'art. 14 della Terza direttiva, si ritiene possibile affermare che la protezione degli obbligazionisti ordinari in caso di fusione sia attuata mediante un'alternativa, espressamente stabilita dall'art. 2503-bis<sup>1</sup> c.c., tra due diversi sistemi di tutela: *a)* l'opposizione alla fusione, di natura individuale, volta a garantire la garanzia patrimoniale generica e, quindi, in buona sostanza, l'equivalenza del valore dello strumento obbligazionario; *b)* l'approvazione da parte dell'assemblea speciale, rimedio eminentemente collettivo, capace di superare qualsiasi contestazione in merito all'equivalenza economica o meno della situazione *post*-fusione e, quindi, alla possibilità di esercitare il diritto di opposizione.

Si è così dimostrato come in questo caso occorra quel fenomeno, solo abbozzato nel piano della presente ricerca, di *sucedaneità funzionale* tra i due sistemi. Occorre allora esaminare l'altra ipotesi prevista dall'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. destinato ad applicarsi, ad onta della sua formulazione letterale, a tutti i "portatori dei titoli diversi dalle azioni forniti di diritti speciali".

5. *L'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. e la posizione dei "portatori dei titoli diversi dalle azioni, forniti di diritti speciali"*. - L'art. 15, come già accennato, è stato invece recepito nell'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c.<sup>(67)</sup> il

---

<sup>(66)</sup> Ossia capace di incorporare le informazioni rese pubbliche e trasformarle in corrispondenti variazioni di prezzo, sul dibattito sulla c.d. *efficient market hypotheses* (ECMH) v., per un primo approccio, v. GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Virginia Law Rev.*, 1984, 549 ss.. 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.

Per le molteplici critiche cui la ECMH è stata sottoposta da parte della c.d. "*behavioral finance*", o "*finanza comportamentale*" v. GILSON-KRAAKMAN., *The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in *Journ. Corp. Law.*, 2003, 716 ss.; 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..

<sup>(67)</sup> Cfr. a commento della norma 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*, Giuffrè, 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*, (nt. 50), 127 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, (nt. 2), 303 ss.; M. TAMBURINI, sub art. 2503-bis, in A. MAFFEI ALBERTI, (a cura di), *Commentario breve*

quale, pur ponendo l'alternativa tra metodo di tutela collettivo/assembleare e necessità di attribuire diritti equivalenti, si riferisce espressamente ai soli portatori di obbligazioni convertibili.

Si deve allora rilevare che - per le medesime ragioni già espresse in riferimento al rapporto tra art. 14 della Terza Direttiva, art. 2503-bis<sup>1</sup> c.c. e attuale sistema di finanziamento dell'impresa organizzata in forma di s.p.a., cui per brevità si fa richiamo<sup>(68)</sup> - la norma deve essere applicata non solo alle obbligazioni convertibili ma anche: *i*) a tutti gli strumenti finanziari c.d. partecipativi o comunque forniti di diritti amministrativi<sup>(69)</sup> (giacché, per gli strumenti finanziari privi di diritti amministrativi, o obbligazionari, di cui all'art. 2411<sup>3</sup> c.c. si applica, per quanto già osservato<sup>(70)</sup>, il disposto dell'art. 2503-bis<sup>1</sup> c.c.); *ii*) a tutti i titoli che, direttamente o per il tramite di titoli ai medesimi annessi (cc.dd. *warrants*), garantiscono la possibilità di esercitare un diritto di conversione in altri titoli dell'emittente<sup>(71)</sup>.

5.1. *La posizione dei portatori di titoli convertibili o "ibridi"*. - Quanto appena affermato *sub ii*) assume particolare rilevanza in merito alla questione - dibattuta in dottrina ma, almeno a quanto consta a chi scrive - mai affrontata espressamente in giurisprudenza, della applicabilità dell'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. non solo alle obbligazioni convertibili ma anche agli altri titoli convertibili, in special modo 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<sup>(72)</sup>.

Al riguardo è possibile osservare che, soprattutto per il caso dei *warrants* c.d. "impuri" - nei quali, seppure per una scelta del portatore, può realizzarsi una situazione che,

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..

<sup>(68)</sup> V. *supra* il § 4.

<sup>(69)</sup> Non a caso, infatti, il testo dell'art. 2376 c.c., in tema di assemblee degli azionisti speciali, si riferisce non solo alle azioni speciali ma anche agli "strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi". V. già sul punto G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, (nt. 2), 310.

<sup>(70)</sup> V. *supra* il § 4.

<sup>(71)</sup> Esclusi, quindi, i casi di convertibilità c.d. "indiretta", ossia in titoli già emessi o di altro emittente, su cui v. Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, (nt. 54), 202; v. approfonditamente G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 19 ss..

<sup>(72)</sup> Cfr. in senso affermativo 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 con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, 261 ss., in part. 282; con più specifico riferimento a quanto dettato dall'art. 2503-bis c.c. per il caso di fusione v. S. CACCHI PASSANI, sub art. 2503-bis, (nt. 67), 777, il quale, prendendo in considerazione l'ipotesi in cui, 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"; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, (nt. 2), 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, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Egea, Milano, 2006, 260; P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, I, 25 ss., in part. 26; già G. MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, 499 ss.. V. inoltre, nella dottrina economica, J. C. HULL, *Opzioni, futures ed altri derivati*<sup>7</sup>, Pearson-Paravia-Mondadori, Torino, 2009, 201-202.



dal punto di vista economico, è del tutto analoga a quella del prestito convertibile<sup>(73)</sup> – si può operare una assimilazione tra le due figure<sup>(74)</sup>, 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<sup>(75)</sup>. 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 altri titoli<sup>(76)</sup>. 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 *wandelschuldverschreibungen* le obbligazioni con diritto d'opzione e quelle con diritto di conversione<sup>(77)</sup>.

Tale ambivalente natura pone un duplice ordine di esigenze di tutela. Accanto alla tradizionale esigenza di assicurare il rimborso del valore dell'obbligazione ai portatori che scelgano di non avvalersi della facoltà di esercitare il diritto di conversione, 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.

A fronte di tali argomentazioni favorevoli all'applicazione dell'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. – in virtù di un procedimento di *estensione analogica* – a tutte le tipologie di titoli convertibili si sono stati sollevati tre ordini di obiezioni.

In primo luogo, la struttura del prestito obbligazionario convertibile sarebbe differente rispetto a quella del prestito con *warrant*, giacché solo nel primo caso l'obbligazionista entrerebbe a far parte dell'organizzazione societaria, mentre nel caso di *warrants* il portatore dell'obbligazione sarebbe titolare – qualora il titolo sia collegato a un'obbligazione – di una posizione meramente creditoria<sup>(78)</sup>.

(73) Giacché la facoltà di sottoscrizione è alternativa rispetto alla restituzione del capitale, v. sul punto F. GUERRERA, *I warrants azionari*, (nt. 3), 124 e 135 ss.; C. HULL, *Opzioni, futures ed altri derivati*, (nt. 72), 201-202.

(74) Sia permesso il richiamo, per analoghe considerazioni, a A. CAPIZZI, *Opa residuale, delisting e inadempimento dell'obbligo di conversione di warrants: operazioni straordinarie, prevedibilità del factum principis e tutela dei portatori di titoli "ibridi"*, nota a Cass., 7 maggio 2010, n. 11125, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1299 ss., in part. 1307-1308.

(75) V. DEZZANI-PISONI-PUDDU, *Swap, option, future. Contabilità e bilancio*, Giuffrè, Milano, 1997, 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.

(76) 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.

(77) Cfr. M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili*, (nt. 72), 282.

(78) In realtà tale argomentazione è stata spesa per negare la possibilità di applicare analogicamente alle obbligazioni con *warrant* l'art. 2441 c.c. in tema di diritto di opzione, v. R. ALESSI, *Warrants e diritto di opzione*, in *Impresa commerciale-industriale*, 1987, 2353; D. GALLETI, *"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*, (nt. 72), 270, P. MARCHETTI, *Aumenti di capitale a esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, in *Riv. not.*, 1993, 223 ss., in part. 231-233.

In secondo luogo, l'assenza di un'organizzazione di categoria legislativamente imposta impedirebbe 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<sup>(79)</sup>.

In terzo luogo, da un punto di vista economico le due operazioni sarebbero caratterizzate da una diversa incidenza della c.d. "alea normale" la quale ne toccherebbe elementi qualitativamente diversi, con maggior incidenza nel primo caso rispetto al secondo. Ed infatti, da una parte, nel caso di obbligazioni convertibili qualora il portatore optasse per il rimborso in denaro, si vedrebbe garantita in ogni caso una soglia minima di remunerazione, pari al valore nominale dell'obbligazione aumentato degli interessi. Dall'altra parte i *warrants*, anche se connessi ad obbligazioni, in sé considerati non comportano altrettanti margini di garanzia, essendo il loro valore interamente dipendente dal prezzo delle azioni optabili al momento della loro sottoscrizione. La 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 differenzerebbe le due figure, con conseguente impossibilità di ricorrere all'estensione analogica delle norme dettate per le obbligazioni convertibili, sarebbe lo scopo economico dell'operazione, che si concreterebbe 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<sup>(80)</sup>.

Da ciò, secondo alcuni, la necessità di impostare la tutela in termini squisitamente "contrattualisti", valorizzando i normali canoni d'interpretazione secondo correttezza e buona fede, oltre che il criterio della buona fede nell'esecuzione del contratto stesso<sup>(81)</sup>; secondo altri, invece, sarebbe preferibile rifarsi al principio generale di protezione del valore economico dei diritti vantati nei confronti dell'emittente la cui ricostruzione è desumibile anche dall'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. che, pertanto, non sarebbe applicato analogicamente ma in quanto espressivo di un principio generale<sup>(82)</sup>.

---

(79) Cfr. F. GUERRERA, *I warrants azionari*, (nt. 3), 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".

(80) Cfr. F. GUERRERA, *I warrants azionari*, (nt. 3), 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 anettere al collegamento fra i due negozi una rilevanza che è palesamente contraddetta dalla logica finanziaria dell'operazione, ispirata alla volontà di scindere il rimborso del prestito obbligazionario dall'esecuzione dell'aumento di capitale condizionato".

(81) Cfr. G. ROMAGNOLI, *Appunti sul "warrant"*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 847 ss., in part. 868-869.

(82) Cfr. nel medesimo senso M. BARALDI, *Warrants e patto di opzione*, CEDAM, Padova, 2012., 184, che però fa ampio richiamo al principio di buona fede; F. GUERRERA, *I warrants azionari*, (nt. 3), 29-30, 273 ss., 300 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, (nt. 2), 310.

L'opinione di chi scrive è invece quella per cui l'obbligo di interpretare l'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. conformemente all'art. 15 della Terza direttiva – il cui campo di applicazione, come visto, è ben più ampio, dovendosi riferire a tutti gli strumenti finanziari “non obbligazionari”<sup>(83)</sup> – ne imponga una sua applicazione *diretta* ai titoli convertibili, e quindi non analogica né in virtù di un principio generale – pur esistente e ricavabile dal sistema<sup>(84)</sup>.

5.2. *L'applicazione in concreto dell'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c.. La “equivalenza dei diritti” attribuiti ai titoli convertibili.* - Passando alle concrete modalità applicative dell'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c., sulla scia di quanto già accennato con riferimento alla necessità di operare una distinzione tra equivalenza in senso meramente economico ed equivalenza dei diritti concretamente attribuiti<sup>(85)</sup>, è necessario in primo luogo ribadire come, ad onta dei dubbi da più parti avanzati in dottrina prima del 1991<sup>(86)</sup>, nel caso dei titoli convertibili la fusione per incorporazione dell'emittente che comporti la 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.*<sup>(87)</sup>.

La protezione del valore economico dello strumento finanziario partecipativo in questo caso è, infatti, *di per sé* assicurata: *i*) dalla corretta determinazione del rapporto di cambio stabilito nel progetto di fusione; *ii*) qualora sia previsto un apporto a titolo di capitale di debito, dal diritto di opposizione. Lo strumentario di tutele previste dalla norma in esame è così 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 accordata agli obbligazionisti è unicamente diretta alla protezione del *valore economico* del diritto di conversione medesimo; *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”.

Con riferimento poi alla nozione di “equivalenza” rilevante ai fini dell'applicazione dell'art. 2503-bis<sup>1</sup> c.c. nel caso di titoli convertibili ci si imbatte nella questione, dibattuta anteriormente alla riforma del 2003, concernente l'ammissibilità di una fusione c.d. “trasformativa” in s.r.l. di una s.p.a. emittente un prestito obbligazionario (o, anche, di una scissione o, più semplicemente, di una trasformazione). La dottrina e la giurisprudenza *ante-riforma*, infatti, sulla scorta dell'art. 2486<sup>3</sup> c.c. allora vigente, che impediva alle s.r.l. di emettere titoli di debito, erano unanimemente orientate per la soluzione negativa<sup>(88)</sup>,

<sup>(83)</sup> V. *supra* il § 5.

<sup>(84)</sup> V. *infra* il § 7.

<sup>(85)</sup> V. *supra* il § 1.

<sup>(86)</sup> Per una panoramica dei quali Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 210-213.

<sup>(87)</sup> Cfr. ancora G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 213.

<sup>(88)</sup> Cfr., per una sintesi delle opinioni espresse R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, (nt. 54), 300. V. inoltre G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, (nt. 2), 437; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 54), 254; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 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*, (nt. 54), 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*, Giuffrè, Milano, 1975, 260.

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<sup>(89)</sup>. Altri ancora ritenevano necessaria l'approvazione unanime da parte degli obbligazionisti della conversione anticipata e della trasformazione del prestito da convertibile in ordinario<sup>(90)</sup>, 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<sup>(91)</sup>.

L'opinione deve probabilmente essere rimeditata, quantomeno per la fusione in s.r.l., alla luce del nuovo art. 2483 c.c.<sup>(92)</sup>, 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<sup>(93)</sup>. Dubbia, in proposito, è la possibilità di emettere titoli di debito convertibili in quote

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.; 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*.

<sup>(89)</sup> Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, (nt. 2), 470; R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, (nt. 54), 301; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili in azioni e vicende societarie in pendenza del prestito*, in *Giur. it.*, 1993, IV, 33 ss., in part. 42; NOBILI-VITALE, *La riforma delle società per azioni*, (nt. 87), 260; antecedentemente alla riforma del 1974 v. P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 54), 255; F. PEPE, *Studio sulle fusioni di imprese di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1965, 93; v. però E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili in azioni, alcune questioni di base*, in *Il bilancio di esercizio*, CEDAM, Padova, 1976, 193 ss., in part. 239, che nella seconda ipotesi di convertibilità anticipata non ritiene necessario l'intervento dell'assemblea speciale, analogamente v. R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1978, 204.

<sup>(90)</sup> Cfr. CANNIZZO M., *Tutela degli obbligazionisti durante la pendenza del periodo di conversione*, in *Vita not.*, 1992, 1353 ss., in part. 1356.

<sup>(91)</sup> Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 225 ss..

<sup>(92)</sup> Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, (nt. 2), 308 nt. 226.

<sup>(93)</sup> 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..

dell'emittente<sup>(94)</sup>. E' così proprio la differenza tra le due tipologie di strumenti finanziari che ha indotto taluni a negare la possibilità in esame<sup>(95)</sup>.

Secondo un'altra impostazione, che appare preferibile, la risposta al quesito non può essere data in astratto ma deve tener conto dell'amplessima autonomia che la legge dà alla s.r.l. nella configurazione del contenuto dei propri titoli di debito<sup>(96)</sup> e del fatto che, qualora i titoli obbligazionari di s.p.a. siano già detenuti prima dell'operazione da investitori qualificati, verrebbe superata una delle più rilevanti obiezioni alla sussistenza di una situazione di "diritti equivalenti"<sup>(97)</sup>.

Altra questione discussa è quella se sia<sup>(98)</sup> o meno<sup>(99)</sup> necessario assicurare che la percentuale di titoli che i portatori dei convertibili avrebbero il diritto di sottoscrivere rimanga invariata anche dopo la fusione. Il problema interpretativo si pone giacché in questo caso il dettato normativo non è d'aiuto, limitandosi a richiedere che vengano assicurati *diritti equivalenti*, senza poi chiarire se questa equivalenza debba essere riferita - oltre che al contenuto giuridico dei diritti - al solo valore economico del diritto di conversione o anche al valore amministrativo/strategico insito nella possibilità di sottoscrivere una data quota del capitale sociale dell'emittente.

E' stato però al riguardo compiutamente e convincentemente dimostrato che tutte le forme di tutela dei convertibili previste dal sistema non prevedono in nessun caso una forma di protezione di detto valore amministrativo/strategico<sup>(100)</sup>. Ed infatti, sostenere il contrario, oltre a non considerare che a tale forma di diluizione sono sottoposti, senza possibilità di sottrarvisi, ad esempio tutti i soci attuali della società incorporante<sup>(101)</sup>, compresi gli obbligazionisti che si siano avvalsi della facoltà di conversione

<sup>(94)</sup> Cfr., nel senso negativo S. PATRIARCA, *I titoli*, (nt. 93), 46; P. SPADA, *L'emissione*, (nt. 93), 806; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, (nt. 93), 1001.

<sup>(95)</sup> Cfr. N. ATLANTE N., *La fusione*, in *Studi e materiali, Quaderni Semestrali a cura del CNN*, Giuffrè, Milano, 2004, 490.

<sup>(96)</sup> 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 e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2005, 138 ss.; F. MAGLIULO, *La fusione*, (nt. 67), 291; P. MARCHETTI, *Le operazioni straordinarie*, in AA. VV., *Atti del convegno del CNN, La riforma del diritto societario, le riflessioni del notariato*, Giuffrè, Milano, 2004, 193; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, (nt. 93), 1001.

<sup>(97)</sup> V. inoltre G. CABRAS, *sub art. 2483*, (nt. 97), 1704; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, (nt. 2), 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.

<sup>(98)</sup> Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, (nt. 54), 282; 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.; D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili*, (nt. 89), 38, che poi differenzia ulteriormente a seconda che l'incorporante emittente il prestito posseda o meno tutte le azioni dell'incorporanda; B. QUATRARO, *I prestiti obbligazionari convertibili, profili civilistici*, II, in *Società e diritto*, 1993, 23.

<sup>(99)</sup> G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 210 e 217; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata delle obbligazioni*, in *Società*, 2004, 424 ss.; M. S. SPOLIDORO, *Tutela degli obbligazionisti*, (nt. 2), 126.

<sup>(100)</sup> Cfr. per tutti G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 192, criticando quell'impostazione che affermava il sopravvivere del diritto di opzione anche dopo l'azzeramento del capitale sociale per perdite e E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 923 ss..

<sup>(101)</sup> Cfr. E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, (nt. 98), 436; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 128 nt. 32; M. S. SPOLIDORO, *Tutela degli obbligazionisti*, (nt. 2), 126, il quale giustamente osserva come tale diluizione subita dai soci al momento della fusione costituirebbe "un potente stimolo a non esercitare il diritto di conversione anticipata".

ta<sup>(102)</sup>, cozzerebbe 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. Appare pertanto preferibile la seconda impostazione, con la conseguenza che i convertibili dovranno soggiacere ad un'eventuale diluizione della quota proporzionale dei titoli di compendio sottoscrivibili.

La vicenda, in sostanza, per i portatori di titoli convertibili non differisce molto da quella di un aumento di capitale a pagamento<sup>(103)</sup>, 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.<sup>(104)</sup>. 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"<sup>(105)</sup>.

5.3. *La "equivalenza dei diritti" per le speciali categorie di azioni e per gli strumenti finanziari partecipativi.* - Nel caso di portatori di titoli non convertibili il discorso sull'equivalenza dei diritti loro attribuiti post-fusione assume contorni più problematici e sfumati di quelli appena tratteggiati<sup>(106)</sup>. Non si ritiene infatti ammissibile un'interpretazione rigida

---

<sup>(102)</sup> Cfr. C. COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. soc.*, 1980, 74 ss. in part. 111.

<sup>(103)</sup> Cfr. C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, (nt. 99), 108 ss.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 210. Prima del 1974 v. V. COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 42 ss., in part. 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*, (nt. 54), 249.

<sup>(104)</sup> Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 26), 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).

<sup>(105)</sup> Così M. S. SPOLIDORO, *Tutela degli obbligazionisti*, (nt. 2), 126. Analogamente v. S. CACCHI PASSANI, sub art. 2503-bis, (nt. 67), 790; E. MIRAGLIA, *Conversione anticipata*, (nt. 98), 436. Ma v. già P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 54), 224; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, (nt. 99), nt. 80; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, (nt. 54), 249;

<sup>(106)</sup> Cfr. sul punto con chiarezza C. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 249, il quale osserva come già nel loro interno "le «categorie» delle azioni «privilegiate», «di risparmio» (artt. 145-147 TUF), «postergate», «di godimento» e quelle emesse a favore dei prestatori di lavoro da un lato, e gli strumenti finanziari partecipativi alla società (art. 2346, 6° comma) dall'altro, designano una casistica eterogenea (circa i diritti amministrativi, la misura del privilegio, lo *spread* di remunerazione rispetto alle azioni ordinarie, i diritti accessori): ciò in ragione della specifica disciplina prevista ed in coerenza con l'evoluzione del mercato rispetto al tempo della loro emissione e le peculiari vicende vissute da ciascuna società fino al momento in cui la fusione è programmata. Sicché le variabili, tipiche di ciascuna realtà societaria, si moltiplicano esponenzialmente - ancor più a seguito della notevole diversificazione di strumenti finanziari partecipativi alle società di capitali propizia-

dell'espressione "diritti equivalenti", tale per cui all'esito della fusione si dovrebbero garantire speciali diritti amministrativi e privilegi patrimoniali perfettamente e formalmente coincidenti a quelli già spettanti nei confronti delle società incorporate o partecipanti alla fusione<sup>(107)</sup>.

Sembra invece preferibile quell'impostazione, già sostenuta in dottrina, che in linea di principio ammette l'assegnazione di azioni o strumenti finanziari dell'incorporante caratterizzati da una disciplina diversa ma "sostanzialmente ed economicamente equivalente" rispetto a quella dei titoli destinati ad essere annullati<sup>(108)</sup>.

Assume a tal proposito interesse il dettato dell'art. 145<sup>8</sup> T.U.F., in base al quale in caso di aumento di capitale il diritto di opzione degli azionisti di risparmio, in mancanza di diversa previsione dell'atto costitutivo, può essere esercitato "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 ordinarie"; da tale norma, è stato osservato<sup>(109)</sup>, sarebbe desumibile il principio per cui il socio non ha diritto ad una perfetta continuità di posizione in sede di aumento di capitale e, più in generale, non ha diritto a conservare la qualità di socio di una determinata categoria<sup>(110)</sup>.

Chiarito che è quindi ammissibile la possibilità di attribuire azioni o strumenti finanziari di categoria formalmente diversa da quella *ante*-fusione, impregiudicata la questione della necessità di un'approvazione dell'assemblea speciale<sup>(111)</sup>, si è sostenuto che l'equivalenza potrebbe essere raggiunta con una pluralità di "misure compensative": *i*) mediante un conguaglio in denaro, nei limiti in cui esso è ammissibile; *ii*) attraverso "tassi di conversione differenziati", idonei a valorizzare le specificità di ogni singola catego-

ta dalla riforma del 2003 - in relazione al numero delle società partecipanti all'operazione ed alle rispettive peculiarità statutarie. Resta così preclusa la formulazione di criteri dotati di valenza generale" (enfasi aggiunta).

<sup>(107)</sup> Linea di pensiero che, incidentalmente, è stata consapevolmente rigettata dalla legislazione nordamericana, v. W. W. BRATTON, *Corporate Finance. Cases and materials*<sup>7</sup>, Thomson Reuters -Foundation Press, New York, 2012, 1073 ss.

<sup>(108)</sup> Cfr. C. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 249; analogamente L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Giuffrè, Milano, 2002, 105 ss.. Sul punto v. anche M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella "nuova" s.p.a.*, (nt. 2), 760, ove contrappone il sistema endosocietario delle assemblee speciali, che riconosce un vero e proprio potere di veto - seppur da esercitarsi collettivamente - alle decisioni pregiudizievoli, a quello, significativamente più drastico, "di natura contrattuale, verso cui si è invece orientato il legislatore tedesco, che 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. Detto potere ostativo, tuttavia, non è in condizione di operare che in casi limitati: esso è subordinato, invero, alla ricorrenza del presupposto di cui è parola nell'art. 2376 c.c., che in molte altre ipotesi può non configurarsi, pur in presenza di effetti indirettamente negativi della *Grundlageentscheidung*, a carico dell'investimento"; la *Anpassung* era derivata dai §§ 216, abs. 3 e 347a AktG, considerati "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 (talvolta si ritiene possibile ricorrere ai principi della *ergänzende Vertragsauslegung*, giungendo ai medesimi risultati)" (*ivi*, nt. 84, ove ampia bibliografia sul punto).

<sup>(109)</sup> Cfr. L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, (nt. 108), 120 ss..

<sup>(110)</sup> Cfr. A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano, 2000, 36 ss. e 202 ss.. Analogamente v. quanto osservato in tema di scissione e azioni di risparmio da Trib. Torino, 17 agosto 1996, in *Società*, 1997, 420 ss., con commento di M. BENZI. Ma v. in senso contrario G. B. PORTALE, «Uguaglianza e contratto»: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 711 ss. (anche, con aggiornamenti, in AA.VV., *Il contratto, Silloge in onore di G. Oppo*, II, CEDAM, Padova, 1992, 545 ss.), 727-728.

<sup>(111)</sup> Su cui v. *infra* il § 5.4.

ria<sup>(112)</sup>; *iii*) attribuendo uno specifico beneficio – economico (privilegi sugli utili) o amministrativo (ad esempio diritti di prelazione) – alla categoria di titoli attribuita<sup>(113)</sup>.

5.4. *L'art. 2503-bis<sup>3</sup> c.c. e il rapporto tra approvazione assembleare e assicurazione di diritti equivalenti.* – L'individuazione del “peso” da attribuire ad ogni singola categoria, così da poter pervenire all'attribuzione di diritti sostanzialmente equivalenti, assume particolare rilevanza al fine di stabilire quando, invece, tale equivalenza non sia garantita e, conseguentemente, la fusione possa essere attuata unicamente con il voto favorevole dell'assemblea (o delle assemblee) di categoria.

Il punto è meritevole della massima attenzione, giacché a detta di molti sulla “adeguatezza” o “congruità” delle misure compensative previste nel progetto di fusione deve *in ogni caso* “nella logica del “gruppo”, pronunciarsi l'assemblea speciale della categoria per cui si profila il pregiudizio nel concambio”<sup>(114)</sup>.

---

<sup>(112)</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, (nt. 72), 37, il quale suggerisce, appunto, di determinare il rapporto di cambio per le diverse categorie di azioni e strumenti finanziari, attribuendo “quozienti di valorizzazione” della partecipazione al patrimonio netto differenziati in ragione dei “diversi valori attribuiti nelle società alle azioni delle varie categorie”; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 252. Sulla determinazione del rapporto di cambio in caso di pluralità di categorie v. L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, (nt. 108), 129 ss..

<sup>(113)</sup> Possibilità peraltro ampiamente percorribile, come rilevato da C. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 250 nt. 351, dall'ampia libertà data dopo la riforma del 2003 nel determinare i diritti patrimoniali attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi *ex art. 2346<sup>6</sup> c.c.*

<sup>(114)</sup> Così C. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 250 e 433-434; nello stesso senso già A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, (nt. 61), 234 – e l'analisi alla nt. 59 del pensiero del Ritter – il quale rileva che (237) tale linea di pensiero è imposta non tanto dal fatto che, ove si accedesse alla tesi contraria, “si farebbe l'assemblea generale arbitra di valutare l'equivalenza fra pregiudizio e vantaggio, quanto perché la legge, con il termine «pregiudizio», non intende un mero pregiudizio economico, quanto un atto di disposizione di un diritto altrui da parte del non titolare: per cui nulla conta il fatto d'assicurare, nel caso di una lesione, quasi a titolo di indennizzo, un vantaggio, di diversa natura (che potrà anche nell'ipotesi economicamente pareggiare o superare il danno sofferto), in ogni caso essendo necessario, perché l'atto di disposizione di un diritto sia efficace, il consenso del suo titolare”; G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Diritto delle società, Scritti giuridici*, II, CEDAM, Padova, 1992, 347 ss., da cui si cita (originariamente in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629 ss., oltre che in *Studi in memoria di Enrico Guicciardi*, CEDAM, Padova, 1975, 495 ss.), 377: “un mutamento dell'assetto delle posizioni reciproche non può essere imposto neanche contro sostitutivi, compensi o indennizzi”; G. L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 113 ss., in part. 211, il quale, pur ammettendo che in astratto potrebbe giustificarsi “il sacrificio maggiore d'uno dei partecipanti allo sforzo e al risultato” comune nell'ipotesi, per esempio, in cui tale sacrificio fosse “più redditizio alla comunità dei soci di quello d'un altro” – così ricadendo “nell'ambito sgradevole della decisione di mangiare i naufraghi più grassi” – nega tale possibilità, sia “per la difficile configurabilità pratica dell'ipotesi”, sia perché “trattandosi di sacrifici patrimonialmente valutabili dovrebbero comunque i soci non sacrificati risarcire i sacrificati”, sia soprattutto perché per tale tipologia di pregiudizio “c'è già la risposta dell'art. 2376 c.c., cioè il crearsi di una collettività nella collettività e un legalmente previsto sacrificio del singolo socio, subordinato al consenso maggioritario d'entrambe le collettività a cui egli partecipa”; G. B. PORTALE, «*Uguaglianza e contratto*», (nt. 110), 727, il quale ritiene che sia “tutto da dimostrare che la norma generale dell'art. 2376 c.c.” consenta una “compensazione sostanziale tra perdite e vantaggi nella posizione dei singoli soci”; v. anche L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, (nt. 108), 111, secondo il quale l'adozione di rapporti di cambio differenziati può, “al più, compensare sotto il profilo valutativo l'affievolimento [...] del “regime patrimoniale che le azioni annullate [...] si trovassero a subire per effetto della fusione”, ma non anche garantire la “piena continuità dei diritti [...] associati alle azioni speciali prima della fusione” e, quindi, “compiutamente sostituire la tutela prevista a fronte di delibere idonee ad arrecare un pregiudizio ai diritti della categoria”; e 117: “qualsiasi riduzione di un diritto che si dovesse verificare per effetto di una fusione – anche se bilanciata dal riconoscimento di un diritto *ulteriore* – si risolve in un pregiudizio giuridicamente rilevante alle ragioni dei relativi possessori tale da richiedere l'“intervento” dell'assemblea speciale” (corsivi dell'A.).



Si ritiene però che la questione possa essere meglio compresa chiarendo preliminarmente in che senso debba essere intesa la nozione di “diritti equivalenti”, se in senso meramente economico o anche “amministrativo”<sup>(115)</sup>.

Essa, infatti, in una prima accezione potrebbe essere intesa nel senso di una mera “equivalenza economica” o “equal value”<sup>(116)</sup>, sicché sarebbe sempre possibile compensare, mediante tassi di conversione differenziati o conguagli in denaro, la privazione o la modificazione dei diritti connessi alla categoria, siano essi di natura patrimoniale o amministrativa<sup>(117)</sup>. Operazione di compensazione che, mentre appare abbastanza praticabile con riferimento ai privilegi di ordine patrimoniale, valorizzabili attraverso il metodo della capitalizzazione dei flussi attesi o altri metodi la cui correttezza sia oggettivamente valutabile, risulterebbe innegabilmente complessa per i diritti di natura amministrativa, per i quali è oltremodo stabilire un corrispondente diritto “equivalente”, dipendendo in larga parte dalle esigenze e dalle strategie di investimento dei singoli portatori<sup>(118)</sup>.

Si nota solo incidentalmente come 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, può essere accostata a quella teoria<sup>(119)</sup>

---

<sup>(115)</sup> V. al riguardo G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, (nt. 2), 307 nt. 222: “L’equivalenza ... si misura da un lato sulla base dei diritti spettanti, dall’altro alla stregua del valore economico dei titoli posseduti nella società scissa e di quelli attribuiti nella o nelle società beneficiarie”; analogamente v. L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, (nt. 108), 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, ove una distinzione tra interesse “a mantenere inalterato il valore patrimoniale della propria partecipazione precedente” e interesse “a far sì che la loro partecipazione relativa sia, nel complesso, equivalente a quella precedente”; P. G. 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”.

<sup>(116)</sup> V. in questo senso A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, (nt. 110), 38 e 205 ove afferma che “la legittimità della compensazione del pregiudizio non sembra, in linea teorica, da escludere; allo stesso modo dovrebbe ritenersi non impossibile, sul piano pratico, accertare tecnicamente l’effettività di tale compensazione”.

<sup>(117)</sup> V. espressamente in tal senso già A. MARTIN, *De la protection des catégories d’actions dans la société anonyme*, Lausanne, 1934, 194-195.

<sup>(118)</sup> Ma v. quanto osservato da A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, (nt. 110), 36-37, il quale rileva che gli interessi di natura partecipativa sono “sempre interessi strumentali alla soddisfazione di interessi di natura economica: ciò vale sia per l’interesse all’esercizio del voto, che è funzionale alla conservazione del valore economico della partecipazione, sia per l’interesse all’esercizio degli altri diritti di natura partecipativa (diritto all’informazione, diritto all’intervento, etc.): questi ultimi, infatti, o sono funzionali all’esercizio del voto (e quindi nuovamente alla conservazione del valore economico della partecipazione) o sono funzionali all’esercizio di altri diritti (principalmente, il diritto di impugnazione della deliberazione assembleare invalida), che sono comunque, in ultima istanza, strumentali alla conservazione del valore economico della partecipazione” e ampia bibliografia alle ntt. 73-74; v. anche pag. 46, nt. 92, ove si considera l’obiezione esposta nel testo, per cui “regole di compensazione (*liability rules*) potrebbero portare a risultati di inefficienza, ad esempio in termini di maggiori costi a causa delle difficoltà di calcolo della somma da risarcire ai soci di minoranza”, non ritenendoli decisivi a fronte “del potenziale incremento di profitto realizzato mediante la fusione grazie alla medesima regola di responsabilità”.

<sup>(119)</sup> 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” della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1992, 189 ss.; A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, (nt. 110), 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 equivalen-

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<sup>(120)</sup>.

Si è poi da altri suggerito di distinguere tra lesioni più gravi (non compensabili ed attuabili solo con il consenso dell'assemblea speciale) e lesioni meno gravi (come tali compensabili e non richiedenti siffatto consenso)<sup>(121)</sup>. Altri ancora, criticando il ricorso a "formule vaghe e imprecise", si sono chiesti se non fosse preferibile optare per "le interpretazioni più estreme (pur con i rispettivi costi) secondo cui l'assemblea speciale in caso di fusione o non è competente a deliberare su alcun pregiudizio o è competente a deliberare su tutti i pregiudizi (rappresentati dalla modifica "diretta" del "diritto diverso")<sup>(122)</sup>.

La nozione di "diritti equivalenti" potrebbe allora essere intesa come riferibile esclusivamente ai diritti di contenuto *patrimoniale*, non essendo così ammissibile la modificazione dei diritti amministrativi a prescindere dal consenso - seppure espresso nell'ambito dell'assemblea speciale - dei gruppi incisi. Da ciò potrebbe desumersi che l'intervento dell'assemblea speciale sarebbe necessario nella sola ipotesi in cui, compensata l'eventuale modificazione dei diritti di contenuto patrimoniale, siano stati attribuiti diritti amministrativi di natura diversa da quelli *ante-fusione*<sup>(123)</sup>.

te. Si tratta in sostanza [...] di un incremento paretiano con compensazione assegnata, anziché mediante una *property rule*, mediante una *liability rule*".

<sup>(120)</sup> 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, sarebbe stato ritenuto, in base a quei criteri [di compensazione] socialmente desiderabile".

<sup>(121)</sup> Cfr. la già citata opinione di P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, (nt. 72), 37; a cui *adde* M. S. SPOLIDORO, *Tutela degli obbligazionisti*, (nt. 2), 93, il quale ritiene che "non è detto che occorra l'assemblea speciale --- allorché sussistano in tutte le società partecipanti diverse categorie di azioni e si dia luogo al cambio di azioni delle varie categorie con azioni di categorie omogenee", richiedendo però, come osservato da A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, (nt. 110), 206 nt. 53, l'individuazione del concetto di "categoria omogenea".

<sup>(122)</sup> Così, in realtà usando un'argomentazione per assurdo, A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, (nt. 110), 207 il quale (nt. 56) richiama l'esperienza legislativa statunitense che, in virtù del suo carattere federale, in alcuni casi (sec. 242 del DGCL del Delaware) non prevede la necessità di un voto - operando però la dottrina dei limiti al c.d. *entire fairness test* di cui *infra* al § 6 - e in altri casi (sec. 10.04(a)(2) e 11.03(f)(1) del RMBCA, destinato ad operare come *model law* a livello federale) richiede il voto dell'assemblea speciale in ogni caso di modifica delle caratteristiche, dei diritti, dei privilegi di tutte o parte delle azioni della categoria.

<sup>(123)</sup> Cfr. anche G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, (nt. 2), 308: "il principio di equivalenza postula l'attribuzione di diritti, i quali da un lato abbiano, nei limiti del possibile, la medesima natura o le medesime caratteristiche strutturali e funzionali di quelli spettanti nella società scissa; dall'altro abbiano un contenuto economico equivalente a quello o a quelli originariamente spettanti". Analogamente v. F. GUERRERA, *I warrants*

Per utilizzare la nota è già richiamata distinzione coniata in sede di interpretazione dei poteri attribuiti alle assemblee degli azionisti speciali *ex art. 2376 c.c.*, l'attribuzione di diritti equivalenti farebbe venir meno la necessità di un intervento solo nel caso di pregiudizi "indiretti"<sup>(124)</sup> ma non sarebbe idonea a superare la necessità di un voto assembleare che approvi i pregiudizi *cc.dd.* "diretti"<sup>(125)</sup>. Ciò in quanto, come è stato perspicuamente osservato, "una valutazione circa il verificarsi o meno di un pregiudizio in ordine a tale posizione non può prescindere *da una valutazione globale dell'operazione societaria posta in essere*"<sup>(126)</sup>; la sussistenza di un pregiudizio indiretto, non realizzandosi mediante una espressa modificazione dei diritti incorporati nel titolo, può infatti essere apprezzata solo in una visione più ampia. In altre parole, nell'ambito di un'operazione di fusione può accadere che quello che a prima vista potrebbe sembrare un pregiudizio indiretto sia in realtà insussistente alla luce dei "vantaggi compensativi" posti in essere. Circostanza, questa, da non confondere con quella, finitima ma distinta, in cui il vantaggio compensativo vi sia ma sia meramente eventuale e "sistemico", come nell'ipotesi in cui l'operazione sia posta in essere per risolvere difficoltà economiche dell'emittente<sup>(127)</sup>.

---

azionari, (nt. 3), 300 nt. 186, riferendosi all'interpretazione data all'analogo dell'art. 2503-bis c.c. nell'ordinamento tedesco, ossia il § 347a AktG (ora § 23 UmwG) ricorda come l'adattamento (*Gleichwertigkeit*) fosse concordemente inteso "in senso contenutistico e non meramente economico: i diritti attribuiti in sostituzione di quelli verso la società emittente dovranno essere dello stesso tipo (p. es. sottoscrizione-conversione) ed avere un eguale referente oggettivo (p. es. azioni della stessa categoria), salve le indispensabili modificazioni in ordine all'identità del nuovo soggetto obbligato o alle condizioni di esercizio del diritto (p. es. del rapporto d'opzione); L. PISANI, *Scissione in pendenza del prestito obbligazionario*, in *Riv. soc.*, 1997, 387 ss., in part. 390 ss..

<sup>(124)</sup> Ossia quei pregiudizi che, pur non incidendo direttamente sui diritti di una categoria così come incorporati nei titoli di partecipazione, si sostanziano in un'alterazione del rapporto con le altre categorie, così violando il c.d. "diritto al rango", v. sul punto 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. 529 ss. e 531..

<sup>(125)</sup> Il dibattito sulla rilevanza dei pregiudizi diretti ed indiretti ai fini dell'applicabilità delle norme in tema di assemblee speciali è plasticamente rappresentato dai contrapposti pareri resi nell'ambito delle controverse sorte con la c.d. "guerra di Segrate" per il controllo della casa editrice Mondadori, in cui 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, con diversità di opinioni, R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 563 ss., in part. 566; 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", (nt. 110). 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*.

<sup>(126)</sup> Cfr. C. COSTA, *Le assemblee speciali*, (nt. 121), 533, ove rileva anche come non è possibile "estrapolare dall'intera operazione il singolo problema del rapporto tra delibera che appare pregiudizievole e diritto di categoria, ed effettuare una valutazione «isolata» della ricorrenza o meno del pregiudizio; nell'ambito di una data operazione più o meno complessa (ad esempio, una fusione, una trasformazione o un aumento di capitale) una delibera che, isolatamente considerata, potrebbe apparire «pregiudizievole», potrebbe risultare, invece, neutra, o, addirittura, vantaggiosa per la categoria, se inquadrata nell'intera operazione posta in essere (si pensi, ad esempio, ad una modifica della percentuale del privilegio fatta per riequilibrare il rapporto tra le categorie nell'ambito di una fusione)".

<sup>(127)</sup> V. in tal senso C. COSTA, *Le assemblee speciali*, (nt. 121), 534, il quale ritiene che sia questa l'ipotesi cui si riferiscono gli autori - sopra citati alla nt. 114 - che affermano la non sufficienza di un "compenso" per escludere l'intervento dell'assemblea speciale.

Infine, si può poi evitare di notare, sulla scorta di quanto già da alcuni evidenziato, come, singolarmente - e prescindendo dall'impostazione ritenuta preferibile - il sistema non imponga una verifica - *ex post* e ad opera di esperti indipendenti - circa la congruità delle misure adottate per garantire l'equivalenza in parola<sup>(128)</sup>.

6. *La giurisprudenza della Court of Chancery del Delaware in tema di entire fairness.* - Nell'espone il piano della presente ricerca, là dove si è accennato alla possibilità di affermare l'esistenza di una sorta di succedaneità funzionale tra metodi maggioritari e metodi individuali di tutela nelle operazioni di riorganizzazione, si è fatto un fugace riferimento ad un orientamento, oramai più che trentennale, della Court of Chancery del Delaware in tema di scrutinio della *fairness* di alcune peculiari tipologie di fusioni. Ebbene, parrebbe, almeno a chi scrive, che tale orientamento costituisca un esempio in cui, anche grazie alla peculiarità del sistema delle fonti e del ruolo del giudice in quell'esperienza giuridica, la succedaneità tra i due sistemi di tutela sia stata consapevolmente affermata e delineata.

L'analisi di tale orientamento verrà quindi svolta nella convinzione di una sua utilità ai fini che ci è prefissati, sia che si affermi la possibilità di assegnare al diritto straniero un ruolo di fonte transnazionale interpretativa, e financo integrativa, del diritto interno<sup>(129)</sup>, sia che gli si assegni tale ruolo solo qualora sia fonte diretta di ispirazione di una norma comunitaria<sup>(130)</sup>, sia qualora si neghi in ogni caso la possibilità di dar rilievo ad un pur affermabile fenomeno "imitativo", limitando il ruolo delle esperienze nazionali "originarie" a quello, che si potrebbe definire "argomentativo", di poter "suggerire all'interprete della norma europea idee o implicazioni ulteriori ed impreviste" ma non precetti<sup>(131)</sup>. L'utilità di una simile indagine, infatti, emerge sol considerando che il significato da attribuire alle soluzioni escogitate nel diritto interno può essere meglio individuato anche e soprattutto alla luce di un'accurata analisi delle idee di fondo, delle considerazioni di politica legislativa e dei presupposti ideologici alla base delle soluzioni adottate per casi simili in altri ordinamenti<sup>(132)</sup>.

E così nella giurisprudenza nordamericana è stata prestata particolare attenzione alla *fairness* delle operazioni di fusione soprattutto<sup>(133)</sup> nell'ipotesi, tutt'altro che infrequenti nella pratica, tra società collegate o controllate, in cui gli amministratori delle società

---

<sup>(128)</sup> Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, (nt. 2), 308 nt. 227, che da tale constatazione trae una 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)".

<sup>(129)</sup> Cfr. con dovizia di argomentazioni G. B. PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, (nt. 29), *passim*, ove altri numerosi riferimenti bibliografici.

<sup>(130)</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Le società per azioni*, (nt. 29), 423.

<sup>(131)</sup> Cfr. R. WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nella Unione Europea*, (nt. 29), 497-498, il quale rileva che attribuire al diritto "originario" un ruolo di preminenza "porterebbe non al ravvicinamento, ma alla supremazia di una legislazione nazionale sulle altre. L'adozione di una norma in sede comunitaria è frutto di una volontà congiunta e di un autonomo processo decisionale, non di mera imitazione".

<sup>(132)</sup> Cfr. in questo senso R. R. DRURY - P. G. XUEREB, *European Company Laws: A Comparative Approach*, Dartmouth, Hanover, 1991, 87.

<sup>(133)</sup> Ma non solo, v. al riguardo W. W. BRATTON, *Corporate Finance*, (nt. 107), 1061, il quale rileva che anche nell'ipotesi di "unrelated companies - neither having representation on the board of the other", può accadere che il processo di fusione sia influenzato da fattori esogeni, quali ad esempio interessi egoistici degli amministratori o, più semplicemente, da un'errata valutazione dei valori in gioco, con conseguenti problemi di "adverse selection".

coinvolte nell'operazione sono espressione di un unico socio di riferimento, il quale può unilateralmente decidere i termini della transazione a detrimento degli altri soci e finanziatori dell'impresa sociale<sup>(134)</sup>. In questa evenienza la giurisprudenza impone uno scrutinio dell'offerta secondo il rigoroso test della c.d. *entire fairness*<sup>(135)</sup> - in luogo del più permissivo *standard* della *business judgment rule* - ovvero facendo gravare sull'emittente l'onere di provare che il proprio comportamento è stato improntato al massimo rispetto degli interessi della totalità dei soggetti coinvolti nella fusione<sup>(136)</sup>. Ciò in quanto, come noto, nell'ordinamento nordamericano non esistono limiti così stringenti come quelli posti dall'art. 2501-ter<sup>2</sup> c.c. all'assegnazione di un conguaglio in denaro in luogo delle azioni o quote dell'incorporante, sicché l'operazione di fusione può essere vista come un trasferimento unilateralmente deciso degli *assets* sociali a fronte unicamente di un "*fair price*"<sup>(137)</sup>.

Lo *standard* della *entire fairness* si articola quindi sia sotto il profilo appena accennato del *fair price*, ossia della *concreta adeguatezza* di quanto (denaro o titoli) attribuito ai soggetti coinvolti<sup>(138)</sup>, sia sotto quello del *fair dealing*, ossia della correttezza procedurale della transazione<sup>(139)</sup>; appare allora evidente l'analogia funzionale della nozione di *entire fairness* sostanziale (*fair price*) con quella di "diritti equivalenti" su cui ci è già soffermati.

---

<sup>(134)</sup> Cfr. W. W. BRATTON, *Corporate Finance*, (nt. 107), 1060, il quale ritiene che "the value placed on the latter's [i.e. gli azionisti non di controllo] interest might be expected to be as low as reasonable pessimism would allow".

<sup>(135)</sup> Cfr. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 713 (Del. Supr., 1983), 710: "There is no «safe harbor» for such divided loyalties in Delaware. When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain". Nello stesso senso V. BRUDNEY-M. CHIRELSTEIN, *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, in *Harvard Law Rev.*, 1974, 336 ss. e, più recentemente quanto osservato da due (all'epoca) Vice-Chancellor della Court of Chancery del Delaware: W.T. ALLEN, J.B. JACOBS, L.E. STRINE, JR., *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, in *Del. Journ. Corp. Law.*, 2001, 859 ss., in part. 880-881, sulla necessità di estendere il rimedio del *majority of minority vote* illustrato oltre nel testo; in senso diametralmente opposto, circa l'inopportunità di uno scrutinio così invasivo v. F. EASTERBROOK - D. R. FISCHER, *Corporate Control Transactions*, in *Yale Law Journ.*, 1982, 698 ss..

La c.d. dottrina "Weinberger" è stata poi ulteriormente chiarita in *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929 (Del. Supr. 1985), in *Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co.*, 584 A.2d 490 (Del. Ch. 1990), in *Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp.*, 498 A.2d 1099 (Del. Supr. 1985), in *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. Supr. 1994) ("Lynch I") e 669 A.2d 79 (Del. Supr. 1995) ("Lynch II").

<sup>(136)</sup> In tal senso cfr. *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971); *Weinberger v. UOP*, (nt. 135), § II.A: "the requirement of fairness if unflinching in its demand that where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts".

<sup>(137)</sup> Cfr. W. W. BRATTON, *Corporate Finance*, (nt. 107), 1063.

<sup>(138)</sup> Cfr. *Weinberger v. UOP*, (nt. 135), § II.C: "[fair price] relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors; assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock". Sul punto v. anche MOORE, *The "Interested" Director or Officer Transaction*, in *Del. Journ. Corp. Law.*, 1979, 674 ss., in part. 676; NATHAN-SHAPIRO, *Legal Standard of Fairness of Merger Terms Under Delaware Law*, *ivi*, 1977, 44 ss., in part. 46-47.

All'epoca dei fatti il § 262(h) del Del.C., che disciplina i metodi di valutazione nel caso di *appraisal*, ritenuto analogicamente applicabile dalla Del. Supr. Court anche a questo caso, già prevedeva che la Corte dovesse "take into account all relevant factors".

<sup>(139)</sup> Cfr. *In Re Emerging Comm. Inc. Shareholders Litigation*, 2004 Del. Ch. LEXIS 70, 35 ss. (Del. Ch. 2004). In linea più generale cfr. *Weinberger v. UOP*, (nt. 135), § II.C: "[fair dealing] embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained".

La giurisprudenza del Delaware ha però ammesso che la situazione appena descritta può essere rovesciata, con conseguente onere dell'attore di provare l'*unfairness* dell'operazione e applicazione della più permissiva *business judgment rule*, qualora vi sia stato o un voto informato da parte della maggioranza della minoranza<sup>(140)</sup> ed il coinvolgimento di un comitato di amministratori indipendenti.

Il quadro appena delineato, nella particolarità di un sistema delle fonti in cui è il giudice a stabilire sia l'estensione del proprio potere di scrutinio degli atti privati sia gli accorgimenti che gli operatori economici possono mettere in pratica per evitare di essere sottoposti a tale invasivo scrutinio, si ritiene costituisca uno dei casi emblematici di succedaneità funzionale consapevolmente argomentata e difesa, il cui ulteriore approfondimento, nelle sue numerose eccezioni e contro-eccezioni dovute al tipico argomentare del *case-law*, potrebbe essere di non indifferente ausilio, quantomeno nell'individuazione degli interessi e dei problemi che si pongono più frequentemente e, conseguentemente, nell'elaborazione di soluzioni tecniche che di tali interessi e problemi tengano debito conto.

7. – *Alcuni altri punti di emersione nel diritto italiano del principio di equal value.* – Si è visto come non pochi autori hanno considerato l'art. 2503-bis c.c. come uno dei "punti di emersione" di un principio generale di equivalenza dei diritti nell'ambito delle operazioni straordinarie. Si è anche visto, però, che l'interpretazione della norma conforme al diritto europeo conduce ad escludere la necessità di una sua applicazione analogica - quantomeno nell'ipotesi di fusione - giacché nel suo ambito di applicazione è possibile far ricadere tutti i possibili strumenti di finanziamento dell'impresa societaria in forma di s.p.a..

Ciò nonostante, permane la possibilità - e l'assoluto interesse ed utilità - di considerare la norma, insieme ad altre, come espressiva di un principio generale. Si pensi, a titolo meramente esemplificativo, all'art. 2506-bis<sup>4</sup>, 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"<sup>(141)</sup>, o all'art. 145<sup>2</sup> T.U.F., in tema di *delisting*<sup>(142)</sup>, o allo stesso art. 2377<sup>3-4</sup> c.c.<sup>(143)</sup>. Analogamente, si può con-

<sup>(140)</sup> Cfr. *Weinberger v. UOP*, (nt. 135): "where corporate action has been approved by an informed vote of a majority of the minority shareholders, we conclude that the burden entirely shifts to the plaintiff to show that the transaction was unfair to the minority"; v. anche *Michelson v. Duncan*, 407 A-2d 211, 224 (Del. 1979).

Da ultimo v. *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Del. Sup. 2014) - che ha confermato la decisione dell'allora Cancelliere, ora Chief Justice, Leo E. Strine, Jr. *In re MFW S'holders Litig.*, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013) - "The business judgment standard of review will be applied if and only if: (i) the controller conditions the procession of the transaction on the approval of both a Special Committee and a majority of the minority stockholders; (ii) the Special Committee is independent; (iii) the Special Committee is empowered to freely select its own advisors and to say no definitively; (iv) the Special Committee meets its duty of care in negotiating a fair price; (v) the vote of the minority is informed; and (vi) there is no coercion of the minority".

<sup>(141)</sup> D'obbligo il richiamo a G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, (nt. 2), 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..

<sup>(142)</sup> Ai sensi del quale l'atto costitutivo della società emittente deve stabilire "i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio", su cui v. N. ABRIANI, *Commento all'art. 145*, in *Giur. it.*, 1998, 1996 ss.; definisce l'art. 145, comma 2°, "norma di singolare

siderare espressione del principio il novellato art. 2441<sup>4</sup> 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”<sup>(144)</sup>. Infine, ma il punto meriterebbe un approfondimento ben maggiore, nell’ottica appena esposta può forse essere inquadrata anche la dibattuta questione circa la congruità del rapporto di cambio nella fusione<sup>(145)</sup>.

8. *Sintesi dei risultati raggiunti: la succedaneità funzionale tra rimedi collettivi e rimedi individuali.* - All’esito del percorso sin qui seguito è possibile trarre le fila del discorso, cercando di definire in termini più generali quel principio di *succedaneità funzionale* tra rimedi collettivi e rimedi individuali, affermato nel piano della ricerca e sulla base del quale si è

---

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; 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; COLOMBO G. E., MARCHETTI P., *Delisting e azioni di risparmio (due pareri contrapposti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, 364 ss.; C. SANTAGATA, sub art. 145, in *Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da Gian Franco Campobasso, UTET, Torino, 2002, II, 1172; SEPE M., sub art. 145, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario*, Giuffrè, Milano, 1998, 765;

<sup>(143)</sup> 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 *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..

<sup>(144)</sup> 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.

<sup>(145)</sup> La fissazione di un congruo rapporto di cambio, al netto delle divergenti opinioni sul punto, è indubbiamente 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”. Cfr. sul punto in dottrina L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, (nt. 108); 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. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 323 ss..

ritenuto possibile interpretare la disciplina in tema di protezione nella fusione dei portatori di strumenti finanziari obbligazionari e, in generale, diversi dalle azioni ordinarie.

In base a tale assunto, infatti, 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 "sucedaneità funzionale", a due diversi e contrapposti "sistemi di tutela". Si manifesta così il dubbio sulla possibilità o meno di una convivenza e conseguente contemporanea applicazione dei due sistemi.

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<sup>(146)</sup>: 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<sup>(147)</sup>, basata sull'analisi dell'esposto orientamento della giurisprudenza statunitense in tema di fusioni, 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.

Si è già esposta la convinzione per cui l'identificazione dei due diversi e contrapposti sistemi, quello individuale "dei diritti equivalenti" e quello collettivo "del voto", non sia fine a sé stessa, potendo risultare di grande utilità per 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<sup>(148)</sup>, 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

<sup>(146)</sup> 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" della regola di maggioranza*, (nt. 119), 189 ss.; A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, (nt. 110), 41 nt. 82.

<sup>(147)</sup> Cfr. Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self Dealing: Theory Meets Reality*, in *Cal. L. Rev.*, 2001, 393 ss..

<sup>(148)</sup> V. *supra* quanto osservato alla nt. 125 e al testo corrispondente. Sul punto *adde* v. L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, (nt. 108), 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*, (nt. 121), 541; P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1999; 226 ss.; 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, 537 ss.; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, (nt. 50), 419 ss.; A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, (nt. 110); 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*, (nt. 2), 437.



di tutela tipici come l'adeguamento del rapporto di cambio, il diritto d'opzione o la convertibilità anticipata<sup>(149)</sup>. Con riferimento al campo dei mercati finanziari, si può fare l'esempio del significato da attribuirsi al dettato del già citato art. 145<sup>2</sup> 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". Nella medesima prospettiva si ritiene debba poi essere affrontata, come accennato, la questione dell'estensione della competenza *ex art.* 2376 c.c. delle assemblee speciali in caso di pregiudizi ai diritti della categoria<sup>(150)</sup> 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"<sup>(151)</sup>.

---

<sup>(149)</sup> Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, (nt. 54), 293, che argomenta sostenendo che il riconoscimento di tale competenza all'assemblea sarebbe finalizzato a permettere "di valutare se quelle determinate variazioni del 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, (nt. 72), 272.

In senso contrario v. COLUSSI V., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 601 ss., in part. 605, che ritiene come il sistema predisposto agli artt. 2420-bis<sup>5-6</sup> e 2441 c.c. sia il frutto della "riconosciuta inefficienza dell'organizzazione degli obbligazionisti rispetto ai suoi compiti istituzionali"; J. GARCIA DE ENTERRIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1989, 149; C. COSTA, *La convertibilità anticipata*, (nt. 99), 75 in nota.

<sup>(150)</sup> Cfr. C. COSTA, *Le assemblee speciali*, (nt. 121), 541 ss.; F. GALGANO, *Recensione a Mignoli*, in *Riv. dir. civ.*, 1961, I, 276 ss.; P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, (nt. 148), 228; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, (nt. 61), 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. LEZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 2008.

<sup>(151)</sup> Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, (nt. 54), 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..