

**Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6,
d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5,
d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)**

Il nuovo diritto societario

diretto da Gastone Cottino
e Guido Bonfante, Oreste Cagnasso, Paolo Montalenti

con la collaborazione di

Niccolò Abriani, Stefano Ambrosini, Luca Antonetto, Alfonso Badini Confalonieri,
Maria Carla Barbarito, Angelo Bertolotti, Renato Bocca, Guido Bonfante,
Maria Cristina Breida, Diana Burroni, Oreste Cagnasso, Mia Callegari,
Dario Candellero, Maurizio Cavanna, Stefano A. Cerrato, Eugenio Dalmotto,
Annamaria Dentamaro, Eva Desana, Paolo Fiorio, Guglielmo Giordanengo,
Maurizio Irrera, Alberto La Manna, Sergio Luoni, Francesco Mainetti,
Emanuela Migliaccio, Gianni Mignone, Paolo Montalenti, Alberto Muratore,
Effiong L. Ntuk, Francesco Pene Vidari, Andrea Perini, Barbara Petrazzini,
Annalisa Postiglione, Luciano Quattrocchio, Paolo Rainelli, Paolo Reviglione,
Alessandra Rossi, Francescopaolo Ruggiero, Francesco Salinas,
Salvatore Sanzo, Marcella Sarale, Marina Spiotta, Michele Vaira,
Riccardo Ventura, Giorgio Maria Zamperetti

*

artt. 2325-2409 c.c.

ZANICHELLI EDITORE



Sezione V Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi

Introduzione

di NICCOLÒ ABRIANI

Sommario

1. La nuova struttura finanziaria delle società per azioni – 2. Forma societaria, apertura al mercato e autonomia statutaria – 3. La società per azioni come disciplina dell'investimento – 4. Ampliamento e diversificazione dei canali di finanziamento: azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari – 5. Partecipazione al capitale sociale, strumento partecipativo e rischio d'impresa

1. La nuova struttura finanziaria delle società per azioni

La disciplina delle azioni e degli altri strumenti finanziari attraverso i quali le società a base azionaria raccolgono capitali di rischio e di debito costituisce indubbiamente uno dei settori più significativamente coinvolti dalla riforma del diritto delle società di capitali.

La centralità dell'istituto nella prospettiva della riforma è plasticamente scolpita dall'enunciazione – contenuta nell'*incipit* della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366 – dell'«obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali» [art. 2, 1° co., lett. a)]. Se questa finalità di carattere generale è sottesa all'intera riforma [e v. anche, per la società per azioni, la conforme indicazione di cui all'art. 4, 1° co., lett. b)], è peraltro evidente che l'auspicato rafforzamento della competitività delle nostre società, correlata a un più ampio accesso ai mercati dei capitali, presupponeva in primo luogo una radicale riscrittura delle regole che informano la struttura finanziaria delle imprese in forma societaria.

In questa prospettiva si iscrivono alcuni dei principi ispiratori dettati dalla legge delega e puntualmente attuati dal legislatore delegato. Per le società per azioni veniva infatti affermato l'intendimento di:

- permettere ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali [art. 4, 5° co., lett. a), ultima parte];
- prevedere la possibilità di emettere azioni senza indicazione del valore nominale, determinandone la disciplina conseguente [art. 4, 6° co., lett. a)];
- prevedere la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi [art. 4, 6° co., lett. c)];
- modificare la disciplina relativa all'emissione di obbligazioni, attenuandone

o rimuovendone i limiti e consentendo all'autonomia statutaria di demandare la relativa competenza all'organo amministrativo [art. 4, 6° co., lett. d)];

– consentire la costituzione di patrimoni dedicati a uno specifico affare, determinandone condizioni, limiti e modalità di rendicontazione, con la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione a esso [art. 4, 4° co., lett. b)].

In piena euritmia con tali principi si collocano gli ulteriori obiettivi di riservare un adeguato spazio all'autonomia statutaria in ordine alle modalità di esercizio del diritto di voto [art. 4, 7° co., lett. a)] e ai *quorum* costitutivi e deliberativi dell'assemblea [art. 4, 7° co., lett. d)] nonché di rivedere la disciplina dell'aumento di capitale, del diritto di opzione e del sovrapprezzo, consentendo di delegare agli amministratori anche operazioni di aumento con esclusione del diritto di opzione [art. 4, 9 co., lett. b)].

La finalità dell'incentivazione al ricorso del mercato dei capitali, se assume un'indubbia preminenza nelle società azionarie, non è tuttavia estranea alla società a responsabilità limitata: con riferimento a tale modello societario l'esecutivo era infatti delegato – oltre che a rimettere ai soci la determinazione dell'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali [art. 3, 2° co., lett. c)] e ad ampliare l'autonomia statutaria con riferimento alla disciplina del contenuto della partecipazione sociale [art. 3, 2° co., lett. f)] – a consentire l'emissione e il collocamento di titoli di debito presso operatori qualificati, disciplinandone condizioni e limiti [art. 3, 2° co., lett. g), prima parte], enunciando nel contempo il divieto di sollecitazione all'investimento, diretto o indiretto, in quote di capitale [art. 3, 2° co., lett. g), ultima parte].

Pur coinvolgendo tutte le forme societarie a base capitalistica, l'obiettivo di rafforzare la struttura finanziaria delle società e di favorirne l'accesso ai mercati assume un'intensità destinata a variare in relazione al tipo prescelto: *le società per azioni* possono sollecitare anche *direttamente* il pubblico risparmio, ricorrendo all'imponente armamentario di strumenti azionari, obbligazionari e partecipativi contemplati dalla nuova disciplina; alle *società a responsabilità limitata* è invece consentito un appello *solo indiretto* al mercato dei capitali *non di rischio*, giacché all'inedita legittimazione a emettere titoli di debito si accompagna, da un lato, l'obbligo di collocarli presso investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (e la responsabilità di questi per la solvenza della società emittente: art. 2483, 2° co.), dall'altro, l'espresso divieto di sollecitare in ogni modo l'investimento in quote di capitale (art. 2468; su questi profili di disciplina v. *infra*, rispettivamente *sub artt.* 2468 e 2483).

2. Forma societaria, apertura al mercato e autonomia statutaria

Al maggior grado di apertura della società al mercato fa da *pendant* una correlativa attenuazione dell'autonomia statutaria. La libertà negoziale è infatti:

a) riconosciuta in termini quanto mai lati nelle *società a responsabilità limitata*, istituzionalmente prive di soci «meri investitori»;

b) accordata in misura meno ampia nelle *società per azioni cosiddette «chiuse»*, in quanto non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio;

c) ulteriormente circoscritta, infine, nelle *società per azioni cosiddette «aperte»*, la cui disciplina è connotata da un maggior grado d'inderogabilità imposto da peculiari esigenze di rafforzamento della protezione delle minoranze (artt. 2368, 2° co., 2369, ult. co., 2377, 2° co., 2393, ult. co., 2393 bis, 2° co., 2408, 2° co., 2409, 1° co.) e, più in generale, di tutela del pubblico risparmio (si vedano, in particolare, gli artt. 2351, 3° co., 2366, 3° co., 2370, 2° co., 2372, 2° co., e 2409 bis; ma v. anche, sempre in questa prospettiva, gli artt. 2341 ter, 2379 ter, 2409, ult. co., 2437, 3° co. e 2504 bis, 4° co.).

Ed è proprio con riguardo alla definizione del nuovo sub-modello della società per azioni «aperta» che è dato registrare uno dei più netti scostamenti tra la soluzione recepita dalla riforma e l'originaria impostazione contemplata nel c.d. «progetto Mirone», elaborato nella scorsa legislatura su iniziativa del precedente Governo, che lo aveva fatto proprio come disegno di legge, e ripresentato immutato nell'attuale legislatura dal Ministero della giustizia alla Camera dei deputati: mentre infatti in quel progetto la disciplina della s.p.a. «aperta» era estesa a tutte le società azionarie che si rivolgessero al «mercato dei capitali», la legge delega ha optato per una nozione più selettiva, che riconduce alla nuova figura le sole società per azioni «che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio» [art. 4, 1° co., ultima parte e 2° co., lett. a)].

In attuazione di tale principio il legislatore delegato ha delineato una nozione di società «aperta», che, come già si è rilevato (*supra, sub art. 2325 bis*), affianca alle società con azioni quotate in mercati regolamentati le «società emittenti di azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante» [artt. 2325 bis e 111 bis disp. att. e 2 bis del regolamento emittenti Consob, come modificato dalla delibera n. 14372 del 23 dicembre 2003].

In tal modo si è operata una considerevole riduzione del «grado di apertura» rilevante ai fini dell'identificazione della fattispecie, che ha finito per determinare un correlativo ampliamento della categoria normativa delle società «chiuse», all'interno della quale si assiste alla compresenza di:

i) società a responsabilità limitata, istituzionalmente chiuse quanto alla compagine sociale e tuttavia legittimate a emettere titoli di debito e finanche a collocarli sul mercato, sebbene per il tramite d'investitori professionali;

ii) società per azioni che emettono titoli rappresentativi del capitale ed eventualmente anche obbligazioni o altri strumenti finanziari, ma non ne fanno oggetto di sollecitazione all'investimento;

iii) società per azioni che, pur conservando una base azionaria relativamente ristretta, si rivolgono al mercato sollecitando direttamente o indirettamente il pubblico risparmio a investire in obbligazioni o altri strumenti finanziari, anche partecipativi, ma comunque non rappresentativi di frazioni del capitale sociale: società, queste ultime, che, pur rimanendo «chiuse» ai sensi dell'art. 2325 bis, sono peraltro destinate a ricadere nell'ambito di applicazione dell'art. 116 t.u.f. - con conseguente soggezione agli obblighi contemplati dagli artt. 114 e

115 – ove abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a duecento, che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%, e non possano redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435 bis, ovvero abbiano un numero complessivo di obbligazionisti superiore a duecento unità e un patrimonio netto non inferiore a cinque milioni di euro [art. 2 bis, regolamento emittenti Consob].

3. La società per azioni come disciplina dell'investimento

A fianco della bipartizione sin qui tratteggiata tra società di capitali «aperte» e «chiuse», inedita sul piano legislativo ed essenzialmente interna al modello azionario, la riforma ripropone in termini radicalmente mutati rispetto al passato la distinzione tipologica tra società a responsabilità limitata e società per azioni.

La divaricazione tra i due modelli, attenuata sul versante della raccolta del capitale di debito dalla legittimazione accordata alla società a responsabilità limitata a emettere i titoli di cui all'art. 2483, è per contro sensibilmente accentuata con riferimento ai titoli rappresentativi del capitale di rischio. Va infatti segnalato che nella nuova società a responsabilità limitata le partecipazioni dei soci, oltre a non poter costituire oggetto di sollecitazione all'investimento e d'incorporazione in titoli azionari (art. 2468, 1° co.), non parrebbero neppure suscettibili di essere obiettivate in categorie di quote dotate di diversi diritti patrimoniali o amministrativi.

Decisive indicazioni di ordine letterale e sistematico sembrano in effetti convergere verso l'inammissibilità della creazione di classi di partecipazioni di società a responsabilità limitata tra loro distinte, caratterizzate dal riconoscimento astratto di peculiari diritti o doveri che prescindono dalla concreta identificazione personale dei loro titolari e destinati a trasferirsi in capo ai successivi acquirenti delle stesse: il riferimento è non soltanto all'art. 2468, 3° co., che contempla la possibilità di attribuire particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili «a singoli soci» (e dunque in ragione del concreto rilievo della loro persona), ma più in generale al carattere rigorosamente personale della partecipazione sociale, evidentemente sotteso all'intero impianto normativo della nuova s.r.l. e reso esplicito dal passo della Relazione in cui si afferma la volontà della riforma di «non prevedere la possibilità di categorie di quote, che implicherebbe una loro oggettivizzazione e quindi una perdita del collegamento della persona del socio», ritenuta non coerente «con le caratteristiche personali del tipo societario della società a responsabilità limitata».

Lungo un'opposta direttrice si colloca l'intervento della riforma con riferimento alla società per azioni e alle varianti del modello azionario, rappresentate oggi dalla società in accomandita per azioni e, in un futuro ormai prossimo, dalla Società Europea (di cui al Regolamento comunitario 2157/2001, destinato a entrare in vigore l'8 ottobre del 2004): per esse il legislatore ha infatti sensibilmente ampliato i margini entro cui l'autonomia statutaria può diversificare i diritti incorporati nelle standardizzate partecipazioni al capitale sociale, riconoscendo al tempo

stesso la possibilità di avvalersi di ulteriori strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali o amministrativi e di una più vasta gamma di titoli obbligazionari.

Nel nuovo contesto legislativo la diversa disciplina della struttura finanziaria sembra assurgere a decisivo «spartiacque» tipologico tra le due forme societarie ed elemento fondante la loro inedita divaricazione sul piano regolamentare. La *società a responsabilità limitata*, in coerenza al suo assetto contrattuale istituzionalmente chiuso, si presenta come una forma di esercizio comune dell'attività d'impresa, sulla cui gestione i soci conservano un imperio «immanente», suscettibile di essere ulteriormente rafforzato tramite il riconoscimento nell'atto costitutivo di significative prerogative amministrative – di carattere individuale, ex art. 2468, o collettivo, ex art. 2479 –, al punto da tradursi in una diretta «inerenza» del potere gestorio alla qualità di socio (secondo il modello tipicamente personalistico). Dalla nuova trama normativa della *società per azioni* tende per contro nettamente a prevalere una visione dell'impresa sociale quale strumento per un'efficiente raccolta e un'ottimale allocazione degli investimenti produttivi: una fattispecie che si connota per la spiccata funzionalizzazione finanziaria e il carattere programmaticamente aperto dell'assetto contrattuale, su cui si radicano attività imprenditoriali rispetto alla gestione delle quali i soci conservano una sovranità solo «latente» [e imperativamente tale: v. i nuovi artt. 2364, n. 5) e 2380 bis] che trova la sua fondamentale – e ormai pressoché esclusiva – estrinsecazione nel potere di nomina e revoca dei componenti dell'organo amministrativo.

La marcata preminenza assegnata dalla nuova disciplina al profilo finanziario tende così a far trascolorare la società azionaria da *soggetto* dell'impresa a disciplina strutturale del suo *finanziamento*; mentre, specularmente, gli azionisti vengono in considerazione non tanto come coloro che partecipano alla comune attività economica indicata quale oggetto sociale nello statuto – la gestione della quale «spetta esclusivamente agli amministratori» (art. 2380 bis) – ma come quei finanziatori della stessa il cui apporto soggiace a un rischio di grado più elevato rispetto agli altri investitori, caratterizzandosi per la postergazione della remunerazione rispetto a tutte le altre pretese e per l'assunzione di primo grado del rischio di perdita derivante dallo svolgimento dell'attività.

4. Ampliamento e diversificazione dei canali di finanziamento: azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari

In questo mutato scenario normativo e sistematico si iscrive la radicale ridefinizione degli strumenti giuridici ai quali le società per azioni potranno fare ricorso ai fini di un più agevole accesso al mercato dei capitali [art. 4, 6° co., lett. c)] e, più in generale, per regolare operazioni economiche complesse con diverse tipologie di *partner* industriali, finanziatori e altri operatori.

Sul punto il legislatore è intervenuto, come si è anticipato, in una duplice direzione: estendendo, per un verso, i due modelli tipici della «azione» e della «obbligazione»; introducendo, per altro verso, l'innovativa ed eterogenea figu-

ra degli «strumenti finanziari, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi», che la società per azioni può emettere a fronte di apporti di diversa natura, ivi inclusi opere o servizi.

Sotto il primo profilo, il legislatore ha sensibilmente dilatato i contorni della fattispecie azionaria e di quella obbligazionaria.

La ridefinizione estensiva operata dalla novella è particolarmente evidente per le azioni, con riferimento alle quali vengono offerti all'autonomia statutaria i più ampi spazi d'intervento nel forgiare le varie categorie azionarie *i*) sia sul versante dei diritti amministrativi (azioni senza voto, azioni a voto limitato a particolari argomenti, azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative: art. 2351), *ii*) sia sul piano dei diritti patrimoniali (azioni a diversa incidenza nella partecipazione alle perdite e correlate: artt. 2348, 2° co., e 2350), *iii*) sia infine sotto il profilo dei diritti intersoggettivi tra i soci o tra i soci e la società (e v. infatti le azioni riscattabili, di cui all'art. 2437 sexies). L'ampliamento dei confini della partecipazione azionaria è ulteriormente accentuato dal raccordo tra le nuove categorie di azioni tipizzate dalla riforma e il principio generale di atipicità delle categorie speciali di azioni, ora espressamente enunciato dall'art. 2348, 2° co., in base al quale la società che intenda creare «categorie di azioni fornite di diritti diversi (...), nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie».

Di notevole spessore, ancorché meno radicalmente innovativo, è l'intervento della novella sui contenuti dei diritti incorporabili nei titoli obbligazionari: al riguardo il nuovo testo dell'art. 2411 non soltanto chiarisce che tutte le società per azioni sono legittimate a emettere obbligazioni (come quelle subordinate e irredimibili) sinora appannaggio quasi esclusivo del settore bancario, ma si spinge ad attrarre nella disciplina delle obbligazioni anche quegli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano all'andamento economico delle società non solo i tempi, ma anche l'entità del rimborso del capitale (che in tale ipotesi non è quindi assicurato: art. 2411, 3° co.).

Con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi la legge delega, come si è ricordato, vincolava l'esecutivo a «prevedere la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi». In attuazione di tale principio, il nuovo art. 2346, ult. co., contempla «la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti», deferendo allo statuto la disciplina delle modalità e condizioni di emissione di tali strumenti, dei diritti che essi conferiscono, delle eventuali sanzioni connesse all'inadempimento delle prestazioni nonché della relativa legge di circolazione (ove sia ammessa). Al nuovo istituto si riferisce anche il capoverso dell'art. 2349, ai sensi del quale «l'assemblea straordinaria può altresì deliberare l'assegnazione ai dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale de-

gli azionisti». L'ult. co. dell'art. 2351 dispone infine che tali strumenti finanziari «possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere a essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco».

Le disposizioni ora richiamate sollevano delicati problemi relativi alla identificazione della categoria degli strumenti finanziari – nell'ambito della quale parrebbero sussumibili anche gli strumenti finanziari di partecipazione all'affare dei patrimoni destinati (di cui ai nuovi artt. 2447 ter e 2447 octies) – e ai diritti a essi accordabili. In particolare, è dubbio se il diritto di voto su argomenti predeterminati vada comunque esercitato dai possessori di tali strumenti finanziari all'interno della relativa assemblea speciale (prevista espressamente dall'art. 2376, 1° co.) o possa altresì implicare la possibilità di concorrere alla formazione delle deliberazioni dell'assemblea generale degli azionisti; e parimenti incerto è il perimetro delle prerogative corporative diverse dal diritto di voto accordabili a tali strumenti.

Nel rinviare sul punto allo specifico commento dedicato agli articoli che regolano l'istituto, va qui segnalato come da una lettura congiunta di tali norme con le ricordate sottocategorie in cui sono ora articolate le società azionarie emerga un ulteriore ampliamento delle possibilità di ricorso al mercato dei capitali a opera di società per azioni «chiuse»: tali società possono infatti emettere e offrire al mercato, senza ricadere nella disciplina delle società «aperte», non soltanto titoli obbligazionari, nella lata accezione di cui ai nuovi artt. 2410 ss., ma altresì strumenti finanziari caratterizzati da un grado di «partecipatività» così pregnante da risultare più incisivo sugli assetti corporativi dell'ente degli stessi titoli azionari.

La nuova disciplina sembra del resto univoca nell'assegnare esclusivo rilievo, ai fini dell'assunzione della qualifica di società «aperta», alla sola diffusione *delle azioni* – e dunque dei titoli rappresentativi di partecipazioni al capitale sociale – dell'emittente, rimanendo per contro irrilevante l'emissione e la circolazione sul mercato di strumenti emessi a fronte di finanziamenti non erogati a titolo di capitale (siano essi obbligazioni, strumenti finanziari dotati di meri diritti patrimoniali o strumenti finanziari partecipativi). Mentre sotto altro versante si evince in termini non meno univoci che l'investimento azionario si distingue dalle altre forme di finanziamento alla società per la circostanza di essere erogato *a titolo di capitale di rischio*, mediante il conferimento di entità suscettibili di confluire nella relativa posta contabile: è la qualificazione dell'apporto come *conferimento* e la sua conseguente imputazione alla voce del capitale a fondare il presupposto di quella che l'esordio della prima norma della sezione in commento, l'art. 2346, definisce come «*la partecipazione sociale rappresentata da azioni*».

5. Partecipazione al capitale sociale, strumento partecipativo e rischio d'impresa

Se il dato formale della partecipazione al capitale sociale sembra dunque segnare la linea di confine tra i titoli che rappresentano l'investimento dei soci

azionisti e le altre forme di finanziamento o apporto alla società per azioni, a fronte delle quali sono assegnati obbligazioni o altri strumenti finanziari, è nell'elemento della «partecipatività» – intesa come potenziale dotazione di prerogative e diritti in senso lato amministrativi – che pare ravvisabile il crinale tipologico tra le obbligazioni, da un lato, e le azioni e gli altri strumenti finanziari di cui alla nuova «Sezione V» del Titolo riservato alla società per azioni (art. 2346 ss.): sezione che il legislatore della riforma ha significativamente intitolato alle «azioni» e agli «altri strumenti finanziari partecipativi».

La categoria dello strumento partecipativo sembra dunque porsi come un insieme più ampio di strumenti finanziari, del quale fanno parte *necessariamente* le azioni – che, per almeno la metà del loro ammontare, sono partecipative nel senso più pregnante del termine, dovendo incorporare un diritto di voto non limitato né condizionato – e *potenzialmente* gli altri «strumenti finanziari» di cui agli artt. 2346, 2349 e 2351, che lo statuto può dotare dei poteri corporativi compatibili con i limiti dettati da tali disposizioni. Intesa in questa accezione, la «partecipatività» amministrativa viene peraltro ad atteggiarsi diversamente nell'una e nell'altra categoria, configurandosi come un elemento *naturale e potenzialmente illimitato* delle azioni in generale (ed essenziale e necessariamente illimitato dei titoli azionari rappresentativi di almeno la metà del capitale sociale); degradando, viceversa, a elemento *eventuale e necessariamente limitato* per gli altri strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, 2349 e 2351.

I criteri sin qui suggeriti tracciano linee divisorie che percorrono trasversalmente l'articolato panorama degli strumenti finanziari ai quali le nuove società per azioni possono fare ricorso, contrapponendo, da un lato, le azioni alle obbligazioni e agli altri strumenti emessi a fronte di apporti patrimoniali non imputati (e talora neppure imputabili) a capitale; dall'altro, le obbligazioni alle azioni e agli altri strumenti partecipativi. Più ardua è l'individuazione delle differenze esistenti tra ciascuna di queste fattispecie, le cui rispettive caratteristiche tipologiche hanno subito un ulteriore indubbio appannamento in correlazione alla ricordata estensione dei margini d'intervento che la riforma ha inteso riconoscere, anche su questo profilo, all'autonomia statutaria.

Tra i due estremi dell'azione «ordinaria» e dell'obbligazione «pura e semplice» è ora dato riscontrare una serie di figure intermedie che disegnano, tra il «nero» e il «bianco», gamme di «grigio» sempre meno intense.

Sotto il profilo dei *diritti corporativi* dello strumento finanziario – o, per riprendere la terminologia del codice novellato, della sua *partecipatività* in senso amministrativo – è ora possibile collocare gradatamente, muovendo dalla figura paradigmatica delle azioni a voto pieno:

- i) le azioni a voto limitato;
- ii) le azioni a voto condizionato;
- iii) gli strumenti finanziari di cui al 6° co. dell'art. 2346, ai quali lo statuto assegna il diritto di nominare un componente dell'organo di amministrazione o di controllo e di votare su argomenti specificamente indicati;

- iv) gli strumenti finanziari di cui al 6° co. dell'art. 2346, dotati del solo diritto di voto su argomenti specificamente indicati;
- v) le azioni di risparmio, appannaggio delle sole società con azioni ordinarie quotate, caratterizzate dalla privazione del voto, ma anche da una struttura organizzativa inderogabilmente imposta dalla legge;
- vi) le altre azioni senza voto;
- vii) gli strumenti finanziari di cui al 6° co. dell'art. 2346 privi del diritto di voto ma dotati di diritti amministrativi «minori»;
- viii) le obbligazioni convertibili;
- ix) le altre tipologie di titoli obbligazionari e di strumenti finanziari dotati di diritti puramente patrimoniali.

Con riferimento al distinto profilo del *rischio dell'investimento* è possibile ricostruire un *climax* ascendente lungo una scala che, partendo dall'opposto versante delle obbligazioni «pure e semplici», scandisce la seguente progressione:

- i) altri strumenti finanziari a rendimento garantito;
- ii) obbligazioni indicizzate agli indici di borsa;
- iii) obbligazioni con remunerazione legata all'andamento economico della società emittente (c.d. «partecipanti»);
- iv) altri strumenti finanziari caratterizzati dall'aleatorietà della remunerazione dell'investimento;
- v) obbligazioni c.d. «subordinate» (o «postergate»), che condizionano la restituzione del capitale al soddisfacimento degli altri creditori sociali;
- vi) altri strumenti finanziari, caratterizzati dall'aleatorietà della restituzione del capitale;
- vii) obbligazioni c.d. «irredimibili» di durata lunghissima (coincidente, al limite, con quella della società emittente), i cui titolari sono soggetti al rischio della sospensione dell'erogazione della remunerazione in caso di cattivo andamento della gestione e finanche dell'utilizzazione del capitale a copertura delle perdite;
- viii) azioni postergate nelle perdite e assistite da privilegi volti ad attribuire un rendimento quasi garantito;
- ix) azioni caratterizzate comunque da una minore incidenza delle perdite;
- x) azioni privilegiate;
- xi) azioni ordinarie, che, in presenza di categorie privilegiate nella partecipazione agli utili o posposte nella soggezione alle perdite, vedono correlativamente attenuata la prospettiva di godere dei primi e accresciuta l'alea di subire le seconde.

Il quadro ora tracciato, pur consapevolmente esemplificativo e non esaustivo, rivela gli ampi margini di sovrapposizione che presentano nel nuovo sistema le categorie in esame: fattispecie «cangianti», la ricostruzione dei cui elementi essenziali è rimessa dal legislatore della riforma all'interprete; un compito arduo e delicato, ma comunque ineludibile per le rilevanti implicazioni che le soluzioni offerte al riguardo sono destinate a rivestire sul piano sistematico e applicativo.