

Strumenti finanziari partecipativi

Tribunale di Bologna, Sez. IV, 1° ottobre 2020, decr. - Pres. F. Florini - Rel. R. Chierici - Solution Group S.p.a. c. Fallimento HPS S.p.a. Holding di Partecipazione e Sviluppo in liquidazione

Società - Assemblea - Strumenti finanziari partecipativi - Disciplina - Statuto - Regolamento - Fallimento - Creditori - Diritto al rimborso - Ammissione al passivo

(Cod. civ. artt. 1175, 1186, 1362, 1375, 2328, 2346, 2351, 2438, 2439; R.D. 16 marzo 1942, n. 267, artt. 55, 93, 96, 98, 113)

Gli strumenti finanziari partecipativi traggono la propria disciplina in via esclusiva dallo statuto della società emittente o dal regolamento di emissione, sicché, in caso di fallimento dell'emittente, l'ammissione al passivo del credito restitutorio dipende esclusivamente dalle previsioni contenute in detti atti, non potendo farsi ricorso né ai principi che il diritto civile detta in materia di obbligazioni, né alle norme fallimentari relative ai rapporti giuridici pendenti. Inoltre, per dare la dimostrazione del proprio credito ai fini dell'insinuazione al passivo, il titolare di questi strumenti ha l'onere di produrre lo statuto o il regolamento che regola la loro disciplina.

Il Tribunale (omissis).

Preliminarmente occorre rilevare che la Curatela ha eccettuato l'inammissibilità delle domande formulate in via subordinata dal Fallimento, ritenendo che si trattasse di domande nuove e che, in quanto tali, non potessero essere esaminate in un giudizio di opposizione allo stato passivo. Sul punto, si può affermare che il giudizio di opposizione allo stato passivo è un giudizio a struttura tipicamente devolutiva, pertanto i limiti della cognizione del Tribunale sono circoscritti al *devolutum*. Ciò non toglie che possa ritenersi consentita la modificazione della domanda laddove essa non comporti alcuna variazione del fatto giuridico posto a fondamento della pretesa e non importi elementi nuovi che immutino il fatto costitutivo del diritto vantato. Nel caso di specie, la domanda indicata nelle conclusioni dell'opponente *sub n. 4* (AMMETTERE, ACCERTARE *efo dichiarare il credito vantato da Solution Group s.p.a. come richiesto ad esclusione della somma di euro 47.800,87 ed euro 300,00, pertanto per la minor somma di euro 10.354.480*) non amplia il *thema decidendum* e non muta i fatti costitutivi, ma ha semplicemente portata limitativa rispetto a quella originariamente formulata in sede di insinuazione al passivo. Quanto, invece, alla domanda *sub 5* (DICHIARARE *compensato, parzialmente o per intero, il credito del fallimento, in caso di suo accertamento, col credito accertato e/o richiesto dalla ricorrente*), la stessa può effettivamente ritenersi nuova, ma essendo comunque stato il tema della compensazione devoluto al Tribunale a seguito dell'eccezione formulata dalla Curatela e accolta dal Giudice delegato, non ci si può esimere dall'affrontarlo, nei limiti in cui la legittimità di tale decisione è stata sindacata dall'opponente.

Tanto premesso, l'opposizione è infondata e deve pertanto essere respinta. Avendo il Giudice delegato nel decreto di esecutività dello stato passivo in parte escluso alcuni crediti, in parte ritenuto operante la compensazione (espressamente o in subordine, con la seguente formula 7: "In ogni caso, per tutti i crediti oggetto di richiesta in subordine si oppone la compensazione degli stessi con il maggior credito vantato dalla fallita società in relazione alla cessione di contratti di associazione in partecipazione (Finanza Prof -

Project - Rdp Bologna - Amadei - Giove Immobiliare - etc.) avvenuta nell'anno 2013"), si rende necessario, al fine di determinare correttamente il controcredito vantato dal Fallimento, chiarire quali siano le poste di credito escluse *tout court* e quelle invece oggetto di compensazione. Per maggiore chiarezza espositiva, nel riferirsi ai singoli crediti si farà riferimento all'elenco con caratteri alfabetici utilizzato nella riassunzione della parte in fatto.

In primis, preme evidenziare che l'eccezione di compensazione opposta dalla Curatela in sede di insinuazione al passivo e ribadita in sede di opposizione è fondata, e quindi legittimamente il Giudice delegato l'ha posta alla base del suo provvedimento. Non possono essere ritenuti condivisibili i rilievi svolti dall'opponente secondo cui il controcredito non sarebbe né certo, in quanto non sufficientemente provato, né liquido, poiché non determinato. Sul punto basti osservare che in ordine alla certezza, la documentazione prodotta da parte opposta a sostegno del proprio credito (docc. 7-10 opposto) è esaustiva ed è costituita da scritture private aventi ad oggetto la cessione di contratti di associazione in partecipazione - in cui la società poi fallita rappresentava la parte cedente - regolarmente sottoscritte dall'attuale legale rappresentante dell'opponente, in qualità di cessionario.

In particolare, tale credito trova titolo in quattro accordi "di cessione di contratto *ex art. 1406 c.c.*", tutti sottoscritti il 27.12.2013. Con il primo accordo HPS ha ceduto all'allora Elleci Immobiliare il "contratto di associazione in partecipazione, stipulato in data 3 ottobre 2011 tra la Società HPS (L'Associato) e la Società 'Giove Immobiliare di A. S. & C. s.n.c.' (L'Associante), avente per oggetto la vendita, la permuta, la gestione, la conduzione e la locazione di qualsiasi tipologia di unità immobiliare", per il prezzo di euro 8.000.000,00, oltre interessi convenzionali, da pagarsi in due rate di uguale importo, di cui la prima scaduta il 31.12.2016, la seconda il 31.12.2019 (doc. 7). Con il secondo accordo HPS ha ceduto all'allora Elleci Immobiliare il "contratto di associazione in partecipazione, stipulato in data 3 ottobre 2011 tra la Società HPS (L'Associato) e la Società 'Project di A. S. & C. s.n.c.' (L'Associante), avente per oggetto l'associazione in

partecipazione nell'ambito della gestione dell'attività di servizi di multi-ristorazione previsti per centri Direzionali", per il prezzo di euro 10.000.000,00, oltre interessi convenzionali, da pagarsi in due rate di uguale importo, di cui la prima scaduta il 31.12.2016, la seconda il 31.12.2019 (doc. 8). Con il terzo accordo HPS ha ceduto all'allora Elledi Immobiliare il "contratto di associazione in partecipazione, stipulato in data 3 ottobre 2011 tra la Società HPS (L'Associato) e la Società 'RDP Bologna di A. S. & C. s.a.s.' (L'Associante), avente per oggetto l'associazione in partecipazione nell'ambito della gestione dell'attività delle lavorazioni di prodotti semilavorati di prodotti da forno e pasticceria conservati nella catena del freddo", per il prezzo di euro 7.000.000,00, oltre interessi convenzionali, da pagarsi in due rate di uguale importo, di cui la prima scaduta il 31.12.2016, la seconda il 31.12.2019 (doc. 9). Con il quarto accordo, infine, HPS ha ceduto all'allora Elledi Immobiliare il "contratto di associazione in partecipazione, stipulato in data 3 ottobre 2011 tra la Società HPS (L'Associato) e la Società 'Finanza Prof. S.r.l.' (L'Associante), avente per oggetto l'attività di 'global service' per Intermediari Finanziari e non Finanziari, servizi di elaborazione dati, sviluppo di piani industriali e coordinamento e assistenza a società non finanziarie nella strutturazione di operazioni di finanza d'impresa e di finanza straordinaria", per il prezzo di euro 10.500.000,00, oltre interessi convenzionali, da pagarsi in due rate, di cui la prima di euro 5.000.000,00 scaduta il 31.12.2017, e la seconda di euro 5.500.000,00 scaduta il 31.12.2019 (doc. 10).

Trattandosi di scritture private, l'opponente non ha conosciuto la firma apposta, né tantomeno provato di aver adempiuto a tali accordi. La contestazione circa l'esistenza del credito è del tutto generica e priva di alcuna valenza probatoria, alla luce degli elementi suindicati che dimostrano, al contrario, la debenza di quanto eccetto in compensazione da parte opposta.

Quanto alla contestazione relativa alla mancanza di liquidità, essendo state tali scritture private regolarmente sottoscritte dall'attuale legale rappresentante della società opponente, è da escludere che non gli fosse noto l'ammontare del credito. In ogni caso, dopo il giudizio di verifica dello stato passivo la Curatela ha espressamente riepilogato in una missiva inviata dalla curatela all'opponente il totale dei crediti (euro 38.309.341,51) vantati dal fallimento (doc. 6). Tale quantificazione deve comunque ritenersi tempestiva, posto che il Curatore sarebbe legittimato ad opporre eccezioni nuove anche in sede di giudizio di opposizione allo stato passivo (*ex multis*, Cass., Sez. 1, Ordinanza n. 22386 del 06/09/2019). Nessun pregio hanno a tal proposito le difese svolte dall'opponente, secondo cui l'invio di una diffida da parte della Curatela avente ad oggetto l'intero credito vantato dal fallimento equivarrebbe ad una rinuncia ad eccepire la compensazione: si rileva, in senso contrario, che detta eccezione è stata fatta valere dalla Curatela sia in sede di formazione dello stato passivo, sia nel giudizio di opposizione.

Da ciò ne deriva che i crediti vantati dall'opponente, in relazione ai quali il Giudice Delegato ha accertato la

compensazione con un controcredito della procedura, sono stati legittimamente esclusi dallo stato passivo per tale ragione: si tratta dell'importo di complessivi euro 1.102.479,62, dato dalla sommatoria di euro 341.700,00 (credito sub e), di euro 160.000,00 (credito sub f), euro 207.746,58 (interessi del credito sub a), euro 393.033,04, (interessi del credito sub c).

Per le stesse ragioni deve essere escluso il credito sub d) di euro 1.420.000,00,00, per il quale il Giudice Delegato ha eccetto la compensazione solo in via subordinata. Si osserva che tale credito (denominato "Baltimora"), nei confronti della fallita, origina da una cessione dalla società OIB (cedente) alla società opponente (cessionario) in data 31.01.2019 (doc. 15 di parte opposta); esso non aveva ad oggetto uno strumento finanziario partecipativo, cosicché le ragioni addotte in via principale dal Giudice delegato per escluderlo dallo stato passivo non possono essere condivise, non avendo alcuna rilevanza il mancato esercizio del diritto di recesso. Nel consegue che anche il credito in esame deve essere escluso dallo stato passivo per estinzione determinata da compensazione.

Restano da esaminare le doglianze sollevate con riferimento ai crediti sub a), b), c).

Il credito sub a), dell'ammontare di euro 3.205.000,00, deriva dalla cessione di uno strumento finanziario partecipativo emesso dalla fallita (doc. 1 parte opponente). Lo strumento finanziario partecipativo è regolamentato dall'art. 2484 c.c., ult. comma, che prevede "la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione". La disciplina di tali strumenti, che hanno natura ibrida tra azioni e obbligazioni, è rimessa essenzialmente allo statuto e ad un eventuale regolamento, non valendo per essi le normali regole contrattuali. Quanto al diritto alla restituzione, la dottrina ha avuto modo di precisare come lo stesso debba essere oggetto di una espresa pattuizione tra le parti, non essendo implicita, vista la rimessione all'autonomia negoziale della disciplina di tale strumento. Corollario che deriva dalla previsione statutaria del diritto alla restituzione è la conseguente contabilizzazione a bilancio dell'apporto: se lo stesso si configura come un finanziamento, dovrà essere contabilizzato nel passivo; se invece partecipa al rischio d'impresa, con conseguente mancanza di un obbligo di restituzione, verrà contabilizzato nel patrimonio netto.

Tanto premesso, nel caso di specie l'unico regolamento prodotto riguarda lo strumento finanziario partecipativo denominato Kapitalmax del 29 aprile 2014 (doc. 12 opposto), data a cui risale anche l'ultima modifica assembleare. Tale regolamento prevede che la restituzione possa avvenire solamente a seguito di: (i) recesso del sottoscrittore, (ii) rimborso anticipato a iniziativa dell'Emittente. Nel caso di recesso del sottoscrittore, quest'ultimo "ha la facoltà di esercitare il recesso decorsi almeno cinque

anni dalla data di sottoscrizione”. La disciplina regolamentare prevede pertanto che il diritto alla restituzione sussista solo in casi particolari, cioè a seguito dell’esercizio del diritto di recesso da parte del sottoscrittore, non consentito prima del decorso di cinque anni. Tale previsione si giustifica alla luce della volontà dell’emittente di rendere partecipi i sottoscrittori del rischio d’impresa. Del resto, nel medesimo regolamento si legge che “gli apporti saranno integralmente imputati a una riserva denominata “riserva da strumenti finanziari partecipativi KAPITAL-MAX” la quale costituisce una voce del patrimonio netto dell’Emittente, non distribuibile tra gli azionisti”, e quindi non rappresenta un debito della società.

Ciò posto, è evidente che per i crediti ceduti aventi ad oggetto strumenti finanziari partecipativi emessi dalla fallita, di cui l’opponente è divenuta cessionaria, antecedenti al 2014 e in relazione ai quali non è stato prodotto né lo statuto, né un regolamento, non possa ritenersi provato, ma nemmeno allegato il diritto alla restituzione. Ciò in quanto manca la disciplina dello strumento finanziario partecipativo, che è soggetto, per espressa disposizione normativa (2346 c.c.), allo statuto o al regolamento. In base alla documentazione prodotta (doc. 1 opponente), i crediti ceduti per un ammontare pari a euro 1.000.000,00 riguardano strumenti finanziari sottoscritti prima del 2014: in relazione ad essi, il credito insinuato dall’opponente deve essere quindi escluso, senza che operi la compensazione con il controcredito vantato dall’opposto.

Quanto ai crediti (per euro 1.205.000,00) di cui l’opponente è cessionaria, aventi ad oggetto sempre strumenti finanziari partecipativi emessi dalla fallita e sottoscritti successivamente ad aprile 2014 (doc. 1 opponente), in relazione ad essi è applicabile il regolamento Kapitalmax (doc. 12 opposto), che non consente la restituzione se non decorso cinque anni dalla data della sottoscrizione. Considerato che il fallimento è intervenuto il 22.8.2019, l’opponente non avrebbe potuto esercitare il diritto di recesso, in base alla disciplina dei predetti strumenti finanziari, non essendo decorso il termine previsto. Devono pertanto essere esclusi dal passivo, come ha correttamente ritenuto il giudice delegato, senza che peraltro operi la compensazione, i crediti insinuati dall’opponente per l’ammontare di euro 1.205.000,00. A nulla rileva la circostanza che l’opponente, in sede di opposizione, abbia dichiarato di voler esercitare il diritto di recesso o che l’esercizio dello stesso fosse precluso dall’intervenuto fallimento: tale diritto, indipendentemente dal fatto che la società sia fallita, non avrebbe potuto comunque essere esercitato per le ragioni anzidette. La disciplina degli SFP trova infatti fonte esclusiva nel regolamento e nello statuto, da cui si desume la natura (più che di obbligazioni) di strumenti non estranei al rischio di impresa, cosicché non possono soccorrere ad integrarne la disciplina principi civilistici non confacenti agli strumenti *de quibus*. Infine, non corrisponde al vero quanto esposto dall’opponente, circa il fatto che il fallimento comporti la risoluzione *sic et simpliciter* dei rapporti in corso: la disciplina del fallimento deve essere coordinata con quella prevista dal titolo da cui

origina il credito, che nel caso degli strumenti previsti dall’art. 2346, ult. comma, c.c. ne rappresenta la fonte esclusiva. Peraltro, in generale, in relazione ai rapporti pendenti, opera una regola diversa da quella citata dall’opponente, essendo inefficaci le clausole negoziali che fanno dipendere la risoluzione del contratto dal fallimento (art. 72, comma 6, l.f.).

Infine, il residuo importo di euro 1.000.000,00, di cui l’opponente è cessionaria, è relativo ad uno strumento finanziario partecipativo denominato “Maxi prof.”, emesso da una società (Confidi Prof.) diversa dalla fallita, di cui quest’ultima era la controllante (doc. 1 opponente), cosicché non vi è effettivamente prova che HPS ne fosse la debitrice. Peraltro, non sono stati prodotti né lo statuto, né il relativo regolamento, con conseguente carenza di prova del diritto alla restituzione.

Il credito sub b) di euro 47.800,87 riguarda interessi maturati nel 2018 in relazione ad uno strumento finanziario, e sarebbero stati corrisposti dall’opponente (cessionaria del credito) al creditore cedente in luogo della fallita (debitore ceduto). Si concorda al riguardo con quanto rilevato dal Giudice delegato nel decreto di esecutività dello stato passivo, in quanto il credito non è sufficientemente provato, né è stata prodotta documentazione attestante il pagamento del relativo importo: esso risulterebbe dalle previsioni della clausola 2.2 inserita nei contratti di cessione del credito (doc. 1 opponente), ove nella maggior parte dei casi l’ammontare degli interessi è del tutto indeterminato.

In ogni caso, poiché - per quanto sopra esposto - l’opponente non deve essere ammesso al passivo per la somma capitale di euro 3.205.000,00 (credito sub a)) relativa allo strumento finanziario emesso da HPS, *a fortiori* nemmeno gli interessi maturati sino al 2018 potranno essere oggetto di ammissione.

Deve essere escluso anche il credito di euro 300,00, che non è documentato, e comunque non è stato oggetto di specifiche doglianze in sede di opposizione.

Il credito sub c) di euro 4.630.000,00 deriva dalla sottoscrizione diretta da parte dell’opponente di uno strumento finanziario partecipativo denominato “Kapitalmax” (doc. 15 opposto) ed emesso dalla fallita in epoca successiva al 2014 (precisamente tra il giugno 2017 e il marzo 2018), pertanto risulta disciplinato dal regolamento già citato, di cui al doc. 12. Anche in tal caso il credito insinuato è stato correttamente escluso dal Giudice delegato, in quanto, per le ragioni sopra esposte, non è maturato il diritto alla restituzione, dal momento che l’opponente non poteva esercitare il diritto di recesso, subordinato al decorso di cinque anni, non trascorsi alla data del fallimento.

In definitiva, l’opposizione deve essere respinta, con conseguente conferma del decreto di esecutività dello stato passivo, con la sola precisazione che, con riferimento al credito sub d) di euro 1.420.000,00, lo stesso viene escluso non per mancato esercizio del diritto di recesso, ma perché estinto per compensazione con il maggior credito vantato dal Fallimento.

(*omissis*).

Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi

di Paolo Pototschnig e Stefania Trevisan (*)

Lo scritto commenta un provvedimento con cui il Tribunale di Bologna si è pronunciato sulla valenza del regolamento di emissione degli strumenti finanziari partecipativi nel rapporto tra sottoscrittore e società emittente, qualificandolo come fonte esclusiva della relativa disciplina, cui non potrebbero sopperire né i principi generali del diritto civile, né le norme della legge fallimentare sui rapporti pendenti. All'esito di una ricognizione sulla natura degli strumenti finanziari partecipativi, gli Autori sottopongono a revisione critica il ragionamento seguito dal Tribunale, ravvisando nella sottoscrizione di tali strumenti il compimento di un negozio giuridico, che, applicando i principi di ermeneutica contrattuale, si presta viceversa ad essere regolato dal diritto delle obbligazioni e concorsuale. Quanto alla prova del credito restitutorio vantato dal titolare di strumenti finanziari partecipativi nei confronti dell'emittente, per la quale il Tribunale ha ritenuto essenziale la produzione dello statuto della società o del regolamento di emissione, il commento vaglia la rispondenza di tale conclusione ai principi generali sulla ripartizione del relativo onere.

The paper provides a comment on a decision by the Court of Bologna on the relevance of the regulation of the issue of participating financial instruments regarding the relationship between the subscriber and the issuing company. The decision qualifies said regulation as the exclusive source of the relevant rules, stating that it could not be compensated either by the general principles of civil law or by the bankruptcy law on pending relationships. Following an in-depth analysis of the nature of participating financial instruments, the authors critically review the reasoning followed by the Court, observing that the subscription of such instruments represents the completion of a legal transaction, which, in accordance with the principles of contractual hermeneutics, is governed by the law of obligations and by the insolvency law. With regard to the proof of the restitutionary claim of the holder of participating financial instruments towards the issuer, for which the Court considered essential the production of the company's by-laws or the regulation of the issue, the comment examines whether this conclusion is in line with the general principles of the allocation of the burden of proof.

Le principali questioni affrontate dal provvedimento

Il provvedimento del Tribunale di Bologna in commento, nel rigettare un'opposizione al decreto di esecutività di uno stato passivo di una società fallita, si è occupato della disciplina che regola gli strumenti finanziari partecipativi (di seguito individuati con il consueto acronimo "SFP"), pronunciandosi sul valore del relativo regolamento e sul rapporto di quest'ultimo con i principi propri del diritto civile e fallimentare. Sotto questi aspetti il provvedimento presenta, come precedente, tratti di originalità per la natura e la soluzione delle questioni trattate.

Nel caso sottoposto all'attenzione dei giudici felsinei, il creditore opponente aveva chiesto l'ammissione al passivo di crediti derivanti, tra l'altro, da SFP emessi

dalla società fallita, in parte sottoscritti dall'opponente e in parte da altri soggetti, che avevano poi ceduto allo stesso i titoli con i relativi diritti incorporati. L'esclusione dei crediti dallo stato passivo era stata motivata dal giudice delegato, quanto agli interessi, per la loro compensabilità con maggiori controcrediti vantati dalla società fallita e, quanto al capitale, perché si era ritenuto che non si fossero verificate le condizioni legittimanti il diritto alla restituzione degli apporti versati all'atto della sottoscrizione. Il regolamento del prestito disciplinava il diritto alla restituzione prevedendolo in caso di recesso da parte del sottoscrittore, che poteva tuttavia essere esercitato solo dopo che fossero decorsi cinque anni dalla sottoscrizione stessa, oppure nell'eventualità di rimborso anticipato ad iniziativa dell'emittente. In assenza ovviamente di un'iniziativa

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

della fallita in tal senso, il giudice fallimentare ha ritenuto che non ricorresse neppure l'altro presupposto, in quanto il termine quinquennale risultava ancora pendente all'atto della dichiarazione di fallimento.

Promuovendo ricorso in opposizione allo stato passivo, l'opponente aveva insistito per l'ammissione dei propri crediti, lamentando, per quanto più interessa il presente commento, l'illegittimità dell'esclusione dei crediti in linea capitale e la non divisibilità della ricostruzione del giudice delegato, secondo cui, di fatto, l'intervenuto fallimento dell'emittente avrebbe avuto l'effetto di impedire tanto ai sottoscrittori di esercitare il diritto di recesso, quanto alla fallita di provvedere al rimborso anticipato, così rendendo impossibile all'avente diritto l'ottenimento della restituzione di quanto versato, ancorché in misura prevedibilmente parziale per la falceia concorsuale.

Nel confermare il decreto emesso dal giudice delegato e l'esclusione del credito dell'opponente, il Tribunale di Bologna ha anzitutto escluso che potessero essere riconosciuti i crediti relativi a titoli rispetto ai quali il regolamento non era stato prodotto, risultando una "carenza di prova del diritto alla restituzione" dell'apporto. Dopo aver poi ripercorso la natura giuridica degli SFP, evidenziando la rilevanza dello statuto e dell'eventuale regolamento dell'emittente quali fonti esclusive della relativa disciplina, il Tribunale ha condiviso la decisione del giudice delegato in ordine all'insussistenza del diritto al rimborso anche per quei titoli rispetto ai quali il regolamento era stato prodotto, ritenendo, per le medesime ragioni esposte nel provvedimento impugnato, che non ricorressero i presupposti previsti per la restituzione degli apporti a suo tempo conferiti.

Il Tribunale non ha condiviso la tesi dell'opponente che, come detto, poggiava sulla irrealizzabilità delle condizioni prescritte dal regolamento per effetto del fallimento dell'emittente, ritenendo che, per stabilire la disciplina applicabile agli SFP, si dovesse fare esclusivo riferimento al regolamento ed eventualmente allo statuto della società emittente, senza ricorrere ai principi civilistici e alle norme della legge fallimentare che regolano gli effetti dell'apertura della procedura sui rapporti giuridici pendenti. In altre parole, una sorta di immunità di cui godrebbero le previsioni del regolamento rispetto alle vicende del soggetto debitore tenuto alla restituzione degli importi versati a seguito della sottoscrizione dei titoli.

La qualificazione degli strumenti finanziari partecipativi

Quest'ultimo passaggio del decreto rappresenta il cuore della sua motivazione. Come posta, la questione appare piuttosto lineare e, a prima vista, quasi scontata se si guarda alla soluzione offerta dal provvedimento. In assenza di altre indicazioni statutarie, il regolamento rappresenta la piattaforma convenzionale all'interno della quale ci si deve muovere per stabilire le regole che disciplinano i rapporti tra titolare degli SFP e società emittente. Se non si sono verificate le condizioni per il rimborso in caso di dichiarazione d'insolvenza, questo deve essere escluso, con la conseguente e sostanziale cancellazione del debito, destinato a rivivere, si può aggiungere, solo in caso di ritorno *in bonis* della società insolvente, e quindi in ipotesi pressoché scolastiche, sempre nel rispetto di quelle condizioni.

Basta questa non banale conclusione a suggerire di non arrestarsi di fronte all'apparente semplicità del ragionamento e di analizzare la questione muovendo da una indispensabile ricognizione circa la natura degli SFP. Un argomento non certo trascurato dalla dottrina e che sembra subito porsi come la chiave di volta sul piano dell'esegesi del rapporto che lega l'emittente, il titolare degli strumenti e le obbligazioni incorporate da questi ultimi.

È noto che la previsione degli SFP, la cui scarna disciplina è contenuta agli artt. 2346, ultimo comma, e 2351, comma 5, c.c., è stata introdotta nel nostro ordinamento dal D.Lgs. n. 6/2003, nell'ambito della riforma del diritto societario, con l'obiettivo di rendere accessibili alle imprese nuovi canali di finanziamento, nella prospettiva di favorire la diversificazione dei mezzi di raccolta di risorse economiche (1). Ai sensi dell'art. 2346 c.c., gli SFP sono strumenti che attribuiscono ai loro titolari diritti di natura patrimoniale e, ma non necessariamente, amministrativa, escluso comunque il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. All'interno di questa impalcatura giuridica possono considerarsi contemplati "diritti patrimoniali sostanzialmente riconducibili a quelli spettanti alle azioni (principalmente, diritto all'utile, diritto alla distribuzione delle riserve, diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione, nel loro insieme definibili diritti patrimoniali di natura partecipativa) e i diritti patrimoniali di diversa natura, non spettanti - di norma - agli azionisti (ad esempio,

(1) Così, A. Busani - M. Sagliocca, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in questa *Rivista*, 2011, 926.

interessi fissi o variabili)” (2); nonché diritti amministrativi quali, ad esempio, “il diritto di voto su specifici argomenti o il diritto di nomina di componenti degli organi sociali, a norma dell’art. 2351, comma 5, c.c.” (3).

L’emissione degli SFP è di competenza dell’assemblea straordinaria, che delibera l’inserimento nello statuto, o in un regolamento allo stesso allegato, delle clausole che disciplinano le modalità e le condizioni dell’emissione stessa, le caratteristiche e i diritti conferiti ai titolari, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e la legge di circolazione. Tuttavia, alcune attività di carattere esecutivo possono essere delegate all’organo amministrativo, che può financo essere investito di una competenza concorrente nell’emissione degli SFP, pur nei limiti fissati dall’assemblea quanto alla tipologia di apporti e al grado massimo di possibile diluizione dei diritti spettanti agli azionisti (4).

Caratteristica principale di questi strumenti di finanziamento è quella relativa al loro essere “plasmabili” alla luce del caso concreto, tenuto conto delle specifiche esigenze sottostanti alla loro emissione che

possono variamente giustificare le norme che li regolamentano (5). Si pensi al non raro utilizzo che degli SFP è stato fatto nel campo dei processi di ristrutturazione per attribuire particolari connotati alla gestione dei crediti deteriorati riferibili al ceto bancario creditore della società emittente.

La duttilità dello strumento ha tuttavia provocato un vivace contrasto in dottrina circa la sua natura, da alcuni autori accostata a quella dei titoli di debito, con conseguente diritto del sottoscrittore alla restituzione dell’apporto (6); mentre, secondo altro orientamento, queste forme di finanziamento dell’impresa societaria avrebbero, in ogni caso, le caratteristiche proprie del capitale di rischio (7). Più di recente, si è fatta strada una soluzione interpretativa, che non di rado costituisce il naturale epilogo dei dibattiti tra posizioni, almeno apparentemente, di principio e inconciliabili, secondo la quale a tali strumenti andrebbe riconosciuta una causa concreta interamente dipendente dalla disciplina contenuta nello statuto e nel regolamento di emissione: e, quindi, dalla volontà e dalle esigenze di volta in volta manifestate dai soci (8) e, aggiungiamo, condivise dai titolari che, sottoscrivendo

(2) Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 164, *Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017.

(3) Cfr. *ibidem* e Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 168, *Diritto di nomina di amministratori e sindaci da parte degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), 7 novembre 2017. Al riguardo, come anticipato, si ritiene che l’unica preclusione riguardi la possibilità di conferire al titolare di SFP un diritto “generale” di voto nell’assemblea dei soci, ma che lo stesso sia ammesso a esercitare in tale sede un diritto di voto “speciale”, eventualmente attribuito ai sensi del comma 5 dell’art. 2351 c.c. (cfr. Comitato Notarile Triveneto, orientamento H.J.1 - *Esercizio di voto degli strumenti finanziari* - 1° pubbl. 9/04). In ogni caso, il sottoscrittore ha la facoltà di intervenire in assemblea generale a scopo informativo e di impugnare le delibere assembleari o di denunciare gravi irregolarità: cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio di Impresa n. 5571/I, *Strumenti finanziari “partecipativi”* (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e *diritti amministrativi nella società per azioni*, in *CNN Notizie*, 9 marzo 2005.

(4) Al riguardo, cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 163, *Competenza all’emissione degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.), 7 novembre 2017.

(5) Cfr. B. Lonato - G. Tommasi, *Gli strumenti finanziari partecipativi, un’alternativa per le s.p.a. per le s.r.l. “innovative” e per le società quotate*, ne *www.ilsocietario*, pubbl. 29 aprile 2020.

(6) Cfr. per tutti P. Spada, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 621.

(7) In realtà, lo sviluppo del dibattito dottrinale è stato molto più articolato e stimolante, anche se forse non sempre di significativa utilità pratica, con teorie, variamente denominate a seconda dell’apertura esegetica sul piano funzionale, che hanno gravitato attorno al rapporto tra l’art. 2436, ultimo comma, c.c. e l’art. 2411, comma 3, c.c., che, con formula non felicissima se rapportata alla previsione cardine che prevede gli SFP, estende la disciplina delle obbligazioni “agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società”. Un dibattito che si è mosso su una linea argomentativa secondo la quale, sulla scorta delle categorie degli strumenti di investimento societario,

si proponeva di ritagliare sugli SFP una causa di finanziamento piuttosto che di capitale di rischio in ragione della supremazia sistematica delle norme richiamate: per una ricognizione critica di questo dibattito, su cui non è possibile qui soffermarci, si rinvia per tutti A. Valzer, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, 2012, 87 ss.; A. Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, 2012, 53 ss.; F. Innocenzi, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, 2017, 63 ss.

(8) Sul punto, cfr. Trib. Napoli 25 febbraio 2016, in *www.ilcaso.it*. “Il codice rinvia - per gli aspetti che attengono all’emissione degli SFP, all’attribuzione delle prerogative e degli obblighi dei titolari - a quanto dettato in sede statutaria. Proprio il rinvio all’autonomia privata non può che significare dar rilievo alla causa concreta degli apporti, che potrà oscillare tra una funzione di natura tipicamente finanziaria alla stregua di forme di partecipazione che si collocano nell’ambito del più ampio *genus* del capitale di debito) ed una più vicina a quella tipica dei conferimenti (il cd. capitale di rischio). Spetta quindi alla volontà dei soci determinare le caratteristiche ed il contenuto dei titoli in questione”. Analogamente, Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 164, *Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.), cit.: “Nel caso di presenza dell’obbligo di rimborso, l’operazione ha causa sostanzialmente riconducibile al finanziamento, secondo uno schema che non si differenzia - da questo punto di vista - dall’emissione obbligazionaria. Nel caso di esclusione dell’obbligo di rimborso, la causa dell’operazione è dalla dottrina avvicinata, secondo indicazioni non univoche, a quella del contratto di società, ovvero di associazione in partecipazione, ovvero ancora di cointeressenza: eterogeneità di vedute che appare in realtà accreditare la tesi, invero convincente, secondo cui gli s.f.p. non sono caratterizzati da una causa tipica, ma invece sono - dal punto di vista causale - neutri, cioè capaci di realizzare funzioni economiche diverse, equiparabili o assimilabili, a seconda dei casi, al finanziamento, al contratto di società, all’associazione in partecipazione, alla cointeressenza o, persino, a forme ibride di apporto di capitale di rischio. Alla diversa qualificazione causale (in particolare, presenza o meno dell’obbligo di rimborso) si accompagna - con estrema rilevanza, in termini applicativi - il tema della rappresentazione contabile dell’apporto”.

il prestito o, come nella specie, rendendosi cessionari degli strumenti, aderiscono alla relative condizioni non dissimilmente da un soggetto che sottoscrive un aumento di capitale rispetto all'accettazione delle regole statutarie o che stipula un contratto con causa di finanziamento rispetto alla pattuizioni che lo regolano.

La qualificazione degli SFP incide inevitabilmente non solo sulla disciplina, ma anche sulla relativa appostazione contabile. Laddove si ritenga che l'apporto abbia carattere preminente di finanziamento, da restituirsi al sottoscrittore, lo strumento deve essere collocato tra i debiti della società emittente; se invece allo stesso sia attribuita natura di capitale di rischio, la corretta collocazione è tra le poste di patrimonio netto, quale apposita riserva cosiddetta "targata" (9).

L'elemento consensualistico nell'interpretazione dei regolamenti degli SFP

Come sottolineato, nell'individuazione della disciplina applicabile agli strumenti finanziari partecipativi emessi dalla società fallita, la pronuncia in commento ha attribuito rilievo esclusivo al contenuto del regolamento degli SFP, oltre a quanto avrebbe potuto essere previsto nello statuto. Ora, non vi è dubbio che statuto e regolamento assurgano ad elemento centrale per ricostruire la disciplina di questi strumenti, ma è davvero corretto porre tali atti societari come esclusivo riferimento per ricostruire la volontà negoziale delle parti sottostante alla loro emissione e sottoscrizione?

Gli SFP sono titoli rappresentativi di crediti e diritti sociali che assumono un connotato di specialità

proprio del diritto societario. La loro disciplina trova la sua fonte primaria nelle norme dello statuto della società emittente che li prevedono, quale strumento alternativo alle partecipazioni sociali e alle obbligazioni, con il quale conferire risorse all'impresa. I diritti e gli obblighi che questi titoli incorporano scaturiscono dalla relazione giuridica che si instaura tra l'ente societario e il soggetto che, sulla base di un vincolo negoziale, decide di concludere un rapporto di natura personale con quell'ente.

Questo rapporto si fonda ovviamente su una base consensuale, sotto forma di quella che può essere equiparata ad una proposta contrattuale, non dissimile nello schema negoziale da una deliberazione di aumento di capitale o di emissione di un prestito obbligazionario, corredata dalle relative condizioni desumibili dalla deliberazione stessa o, *per relationem*, dall'atto che disciplina le regole destinate a governare il rapporto tra società e sottoscrittore. Il tutto in un contesto a formazione progressiva rispetto all'incontro delle manifestazioni di volontà, caratteristico di un ambito giuridico in cui l'espressione del consenso di una o entrambe le parti richiede l'esigenza di seguire regole procedurali, come quelle tipiche dell'organo assembleare.

Ora, può considerarsi un approdo da tempo pacifico quello secondo cui gli atti societari, laddove si tratti di individuare le regole che governano i rapporti giuridici ad essi sottostanti, "in quanto atti di autonomia privata, sono soggetti alle regole dell'ermeneutica contrattuale" di cui agli artt. 1362 ss. c.c. "e non a quelle dell'interpretazione della legge" (10). Così, ad esempio, in applicazione dei principi di diritto civile, la giurisprudenza qualifica tradizionalmente l'aumento di capitale sociale come un negozio a formazione

In dottrina, si vedano altresì P. Rinaldi, *Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità*, in *Fall.*, n. 1/2021 e, a commento alla pronuncia in esame, G. Gerbini, *Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a. emittente*, in *www.ilfallimentarista*, pubbl. 10 marzo 2021.

(9) Sul punto si veda, da ultimo, P. Rinaldi, *Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità*, cit., 92.

Lo statuto può anche prevedere che la riserva del patrimonio netto costituita a seguito della sottoscrizione di SFP venga intaccata dalle perdite soltanto dopo l'erosione di tutte le altre riserve (cfr. Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 69, 2018 - *Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite*). Quanto al trattamento contabile di tali strumenti, lo stesso è ispirato al principio della prevalenza della sostanza sulla forma: secondo il principio "IAS 32 - Strumenti finanziari: esposizione nel bilancio", la "classificazione di uno strumento finanziario nel prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria dell'entità è determinata dal suo contenuto sostanziale piuttosto che dalla sua forma giuridica" (cfr. IAS, par. 18). Così, si considera "passività finanziaria ... qualsiasi passività che sia: (a)

un'obbligazione contrattuale: (i) a consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria a un'altra entità; o (ii) a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità alle condizioni che sono potenzialmente sfavorevoli all'entità; o (b) un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità ed è: (i) un non derivato per cui l'entità è o può essere obbligata a consegnare un numero variabile di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità; o (ii) un derivato che sarà o potrà essere estinto con modalità diverse dallo scambio di un importo fisso di disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria contro un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità"; laddove uno "strumento rappresentativo di capitale è qualsiasi contratto che rappresenti una quota ideale di partecipazione residua nell'attività dell'entità dopo aver estinto tutte le sue passività" (IAS 32, par. 11).

(10) Cass. Civ. 5 gennaio 1991, n. 46. In senso conforme, si vedano anche Cass. Civ. 26 giugno 2007, n. 14791 e Cass. Civ. 13 dicembre 2006, n. 26683. Più di recente, cfr. Cass. Civ. 14 marzo 2016, n. 4967, con nota di C. Marchetti - G. Terranova, *L'interpretazione delle clausole statutarie: il recente intervento della Corte di legittimità nell'ottica del diritto comparato*, in *Notariato*, 2016, 479 ss.

progressiva, configurando la delibera quale “proposta irrevocabile della società per la stipula del contratto di sottoscrizione delle nuove azioni, rispetto alla quale la richiesta (N.d.R., nel caso specifico) dell’obbligazionista di conversione delle obbligazioni in azioni assume la funzione di accettazione della proposta stessa, determinando l’immediata conclusione del contratto, e con esso l’effetto estintivo del rapporto di credito rappresentato dalle preesistenti obbligazioni, e al tempo stesso l’effetto costitutivo del rapporto sociale oggetto del patto di conversione” (11). Principi di diritto civile che fungono poi da vaglio di legittimità degli atti societari: come noto, proprio sulla base dei canoni di buona fede e correttezza di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., la giurisprudenza ha elaborato la figura dell’abuso della maggioranza dei soci nei confronti della minoranza quale causa di annullamento delle deliberazioni assembleari (12).

La scelta del legislatore di tracciare, sul piano normativo, un perimetro dei diritti incorporati dagli SFP con il solo predetto limite del riconoscimento di un diritto di voto nell’assemblea degli azionisti di portata generale, lascia poi alla società emittente un notevole margine di discrezionalità nello stabilirne contenuto e caratteristiche. Nel contempo, il sottoscrittore si trova di fronte ad una sorta di proposta negoziale cui presta adesione sia con riguardo alla natura del conferimento e del relativo obbligo, sia rispetto a quelle che possono considerarsi le controprestazioni offerte dalla società, i diritti patrimoniali e amministrativi di cui il sottoscrittore diventa titolare.

Quanto al primo aspetto, ci sembra che non si tratti tanto di muovere da una aprioristica qualificazione causale, ma, sostanzialmente in linea con le più recenti tendenze esegetiche sopra segnalate, di guardare allo statuto e al regolamento per verificare se le condizioni del rimborso di un apporto siano tali da delineare o meno caratteristiche che, nel caso concreto, avvicinino gli SFP ad un conferimento in linea capitale, perché quelle condizioni accostano la posizione del sottoscrittore a quella del socio: nel senso di creare, per tempi e modalità, una sorta di marcata subordinazione agli altri creditori, specie finanziari, nel soddisfacimento del debito societario di restituzione. Quanto al secondo aspetto, allo statuto e al regolamento occorre guardare per individuare i diritti, e le modalità del loro esercizio, che competono al sottoscrittore fino a quando esso sia titolare di questi strumenti, legittimazione che può venir meno in favore di un cessionario se la concreta disciplina degli SFP lo consenta, ovvero per essersi verificate le condizioni per la restituzione dell’apporto effettuato all’atto della sottoscrizione.

Ma, sotto entrambi i profili, l’incontro delle volontà tra società e sottoscrittore si forma su una base negoziale il cui contenuto richiede di essere interpretato facendo ricorso ai tradizionali canoni ermeneutici per stabilire su quale disciplina le parti, e soprattutto il sottoscrittore, abbiano fatto affidamento nel prestare il loro consenso. Ecco che allora, pur in quel contesto di specialità che deriva da un titolo regolato dalla materia societaria, diviene difficile giustificare

(11) Cass. Civ. 20 marzo 2006, n. 6204, in *Pluris*. Per la giurisprudenza di merito, si veda Trib. Milano 9 agosto 2019, in *Notariato*, 2020, 294, con nota di L. Arlati: l’ordinanza riguarda un caso di liberazione di azioni mediante compensazione di crediti *sub iudice* del sottoscrittore, i quali, in un momento successivo all’iscrizione a libro soci, avevano perso i requisiti di liquidità e certezza in quanto disconosciuti all’esito del giudizio. Partendo anche in questo caso dalla qualificazione della sottoscrizione dell’aumento del capitale sociale come un negozio in cui la delibera si configura come proposta, la sottoscrizione del socio come accettazione e il versamento come momento esecutivo dell’obbligazione, questo provvedimento ha ritenuto che, a seguito del passaggio in giudicato della decisione che aveva disconosciuto il controcredito del sottoscrittore, gli effetti della liberazione delle azioni mediante compensazione non potessero consolidarsi e venissero meno e che, pertanto, l’originario obbligo di versamento dell’aumento sottoscritto dovesse essere onorato diversamente.

Ancora, utilizzando il medesimo approccio ermeneutico, il Tribunale di Bari ha ritenuto che la dichiarazione del terzo di voler sottoscrivere l’aumento di capitale, rimasto inoptato da parte dei soci, costituisce un’autonoma proposta contrattuale, da considerarsi accettata tacitamente per effetto del ricevimento da parte dell’amministratore del versamento effettuato a tale titolo (cfr. Trib. Bari 4 giugno 2010, in questa *Rivista*, 2010, 1192, con nota di E.E. Bonavera).

(12) Sul punto, cfr. *ex plurimis* Cass. Civ. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giust. civ.*, 1996, I, 381 ss., con nota di A. Schermi, che

ha chiarito che “a seguito dell’esplicito riconoscimento legislativo dell’esistenza di contratti ‘con più di due parti, in cui le prestazioni di ciascuna sono dirette al conseguimento di uno scopo comune’ (artt. 1420, 1446, 1459, 1466 c.c.), l’appartenenza all’area contrattuale dell’atto costitutivo delle società, quando sia stipulato da più soggetti, non è più revocabile in dubbio. D’altro canto, non potrebbe neppure ravvisarsi nella personificazione delle società di capitali un ostacolo alla persistenza di un vincolo di natura contrattuale dopo la costituzione della società, essendosi ormai chiarito che la soggettività dei gruppi organizzati non può essere messa sullo stesso piano di quella degli individui persone fisiche. Infatti, mentre in quest’ultimo caso l’imputazione delle situazioni giuridiche è fine a sé stessa, nell’altro essa è destinata a tradursi in situazioni giuridiche individuali facenti capo ai singoli membri. Il che porta ad affermare che l’ente è un centro di imputazione meramente transitorio e strumentale (non lo statuto di un’entità reale diversa dalle persone fisiche, ma) una particolare normativa avente ad oggetto pur sempre relazioni tra uomini... Cade conseguentemente ogni ostacolo all’applicazione, in materia, dell’art. 1375 c.c. Detta disposizione, del resto, costituisce specificazione di un più generale principio di solidarietà che abbraccia tutti i rapporti giuridici obbligatori, anche di origine non contrattuale, vincolando le parti al dovere di lealtà e rispetto della sfera altrui (art. 1175 c.c.)”.

una pregiudiziale e radicale esclusione dei principi dettati in materia di obbligazioni, facendo assurgere il dettato letterale dello statuto o del regolamento ad esclusiva fonte negoziale del rapporto giuridico instauratosi tra società e sottoscrittore. La stessa difficoltà si ravvisa nel negare qualunque rilevanza alla disciplina degli effetti, sui rapporti giuridici pendenti, della dichiarazione d'insolvenza, disciplina che assume portata generale allorché l'impresa costituita in forma societaria sia assoggettata ad una procedura concorsuale. Questa dichiarazione comporta l'assoggettamento dell'impresa ad un *corpus* normativo a sua volta speciale e rispondente ad un'esigenza di tutela della massa dei creditori, dal cui novero non sarebbe giustificato escludere i detentori di titoli indubbiamente speciali, ma pur sempre incorporanti un diritto alla restituzione degli importi versati. Riprendendo e soffermandoci sul provvedimento in commento, tra la descrizione dello strumento preso in considerazione e la soluzione offerta dal provvedimento in esame si intravede anzitutto una non perfetta concordanza tra il contenuto del regolamento degli SFP sottoscritti e le conclusioni raggiunte in merito alla sorte del relativo apporto. Dall'analisi della motivazione del decreto emerge infatti che lo strumento, benché definito "irredimibile" e imputato a una riserva "targata", era astrattamente suscettibile di rimborso, per essere stato previsto, in favore del sottoscrittore, un diritto di recesso sostanzialmente *ad nutum*, una volta decorsi cinque anni dalla sottoscrizione (13).

La previsione di un diritto di rimborso, pur condizionata dal trascorrere di un determinato periodo di tempo, mal si concilia con la qualificazione dell'apporto come capitale di rischio, che, invece, avrebbe richiesto la possibilità di individuare l'intenzione del sottoscrittore di rinunciare alla relativa restituzione verificandosi determinate condizioni (14). Di fatto, la classificazione dello strumento effettuata dal decreto in commento come finanziamento a fondo perduto è dipesa non tanto dalla disciplina dell'SFP contenuta nel regolamento redatto dalla società emittente, quanto dalla circostanza che, per effetto del fallimento di quest'ultima durante il periodo al termine del quale il sottoscrittore avrebbe potuto esercitare il suo diritto di recesso, tale esercizio

sarebbe stato impedito. Ma, similmente a quanto affermato dalla giurisprudenza anche con riferimento all'aumento di capitale, poiché sottoscrivendo gli SFP il relativo titolare ha concluso un negozio giuridico con la società emittente, si doveva avere riguardo al contenuto dell'accordo delle parti al momento della sottoscrizione dei titoli per stabilire quali effetti potesse produrre sul rapporto quell'evento verificatisi in costanza del suo svolgimento.

Un approccio interpretativo, calato sul piano sistematico nel contesto dei rapporti obbligatori, getta allora qualche ombra sulla soluzione dell'esclusione *tout court* delle regole proprie del diritto civile e fallimentare. Il carattere di specialità degli SFP non può rendere la loro disciplina, che riguarda un rapporto pur sempre dai connotati sinallagmatici e obbligatori, impermeabile a tali regole, se non possa desumersi che, nell'ambito della loro autonomia privata a fronte di regole societarie di carattere aperto, le parti non abbiano inteso derogarvi espressamente o dettare un regime convenzionale incompatibile con le stesse e dal quale ricavare un'analogia volontà. Non convince, in particolare, il risultato a cui porta il provvedimento in commento, vale a dire il convincimento per cui, stabilito un termine per recedere dal rapporto e per chiedere il rimborso, un evento legato alle condizioni economiche della società emittente trasformerebbe una relazione giuridica regolata con una marcata causa di finanziamento in un conferimento inesigibile ed equiparabile ad un apporto come capitale di rischio.

Ci sembra, in altre parole, che l'approccio ermeneutico più corretto avrebbe dovuto essere rovesciato: una simile evoluzione del rapporto negoziale tra società e titolare degli SFP andava desunta da pattuizioni, sotto forma di previsioni destinate a disciplinare l'emissione di quei titoli, che avessero consentito di giustificarla sul piano ermeneutico; in assenza, occorreva rifarsi alla disciplina di corredo desumibile in via sistematica dalla posizione di un soggetto creditore che abbia visto aprirsi una fase concorsuale e liquidatoria del patrimonio del proprio debitore.

Così, in mancanza di una espressa deroga ai rimedi di carattere generale previsti dal codice civile, sfugge la ragione per cui, nel caso di specie, non potesse trovare

(13) E, dunque, non così agevolmente classificabile come capitale di rischio: sul punto, M. Tarabusi, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 456 ss. Secondo questo Autore, le ipotesi in cui l'investitore possa

recedere *ad nutum* dovrebbero legittimare la classificazione delle relative posizioni come debiti.

(14) Come accade, invece, nei casi (invero non infrequenti nella prassi) in cui il regolamento degli SFP esclude espressamente un obbligo di rimborso del capitale a carico della società emittente e qualifica l'apporto del sottoscrittore come investimento di rischio.

applicazione il meccanismo della decadenza dal beneficio del termine di cui all'art. 1186 c.c. (15), che, quale norma generale in materia di obbligazioni, non richiede un'espressa menzione nel negozio che disciplina il rapporto interessato e non postula neppure "la formulazione di un'espressa domanda, potendo essere il diritto al pagamento immediato virtualmente dedotto con la domanda giudiziale"; e, quindi, anche con l'equipollente della richiesta di ammissione del credito al passivo del fallimento, nonostante il mancato decorso del termine di esigibilità (16).

Allo stesso modo, non appare convincente aver sostenuto che, a seguito della dichiarazione d'insolvenza della società emittente, il rapporto giuridico tra quest'ultima e il sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi si sarebbe sottratto ai principi dettati in materia dalla legge fallimentare. In una situazione in cui non sembrava ricavabile alcuna volontà abdicatoria, da parte del sottoscrittore, del diritto al rimborso dell'apporto, ben poteva venire in rilievo il disposto dell'art. 55 l.fall., applicabile ai mutui e in genere ai contratti con causa di finanziamento, che, specularmente al meccanismo previsto dall'art. 1186 c.c., prevede, come ben noto, che "I debiti pecuniari del fallito si considerano scaduti, agli effetti del concorso, alla data di dichiarazione del fallimento" (17).

A margine di queste considerazioni che portano a ritenere la legittimità nel caso concreto della richiesta di ammissione al passivo da parte del titolare degli SFP, e ferma l'esigenza di misurarsi con le regole dell'onere della prova dei diritti di credito dedotti su cui subito torneremo, si può ancora osservare che il sostanziale riconoscimento di una estinzione dell'obbligazione avrebbe dovuto essere vagliato sotto un ulteriore profilo. La legge fallimentare non impedisce il riconoscimento di crediti sottoposti a termini o condizioni in sede di accertamento del passivo, ben potendo questi diritti - al di là di alcune discutibili interpretazioni restrittive della giurisprudenza, ad esempio in materia di fidejussioni non ancora escusse (18) - ricevere tutela ai sensi dell'art. 96 l.fall. mediante un'ammissione con riserva, che dovrebbe poi imporre di tenere conto della potenziale esigibilità in sede di riparti parziali. Specie se il termine quinquennale per l'esercizio del diritto di recesso fosse prevedibilmente scaduto in corso di procedura, sarebbe stato pertanto giustificato nella specie considerare comunque la possibilità di un'ammissione al passivo con riserva, anche indipendentemente da un'esplicita richiesta del creditore (19), avendo riguardo alla prospettiva di non disincentivare il ricorso a questa forma di apporto di risorse all'impresa costituita in forma societaria.

(15) Come chiarito dalla Corte di Cassazione, "l'art. 1186 cod. civ. faculta il creditore ad esigere immediatamente la prestazione se il debitore: a) è divenuto insolvente, b) ha diminuito per fatto proprio le garanzie che aveva dato; c) non ha dato le garanzie che aveva promesso. Si tratta di una normativa che intende tutelare: il creditore contro il pericolo di perdere le garanzie patrimoniali del proprio debitore, e il debitore, contro una ingiustificata richiesta di anticipazione dell'adempimento, dato che fuori dei casi previsti, il creditore non può invocare la decadenza del termine... Dato che la finalità perseguita dalla norma di cui all'art. 1186 cod. civ. è quella di tutelare il creditore contro il pericolo di perdere le garanzie patrimoniali del proprio debitore, lo stato di insolvenza cui si fa riferimento non può che essere costituito da una situazione di dissesto economico, sia pure temporaneo, in cui il debitore venga a trovarsi, e la quale rende verosimile l'impossibilità da parte di quest'ultimo di far fronte ai propri impegni. Ciò significa che l'insolvenza ivi prevista non postula necessariamente un collasso economico, ma, solo l'impotenza, reale ed oggettiva, a soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. Non deve neppure rivestire i caratteri di gravità e irreversibilità, come previsto in materia di fallimento, ma può conseguire anche ad una situazione di difficoltà economica e patrimoniale reversibile purché idonea ad alterare, in senso peggiorativo, le garanzie patrimoniali offerte dal debitore" (cfr. Cass. Civ. 18 novembre 2011, n. 24330, in *One LEGALE* <https://onelegale.wolterskluwer.it/>). Sicché è ovvio che, ai fini dell'applicazione dell'art. 1186, il presupposto della norma considerarsi senz'altro sussistente fin da quando appaia probabile l'apertura di una procedura concorsuale a carico del debitore (cfr. Trib. Torino 13 gennaio 2021, n. 112, in *Giurisprudenza delle Imprese*, e, con riferimento all'ammissione del debitore a una procedura di amministrazione controllata, App. Milano 21 dicembre 1984, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1985, II, 474).

(16) Cfr. Cass. Civ. 24 settembre 2020, n. 20042. In senso conforme, si vedano anche Cass. Civ. 18 novembre 2011, n. 24330, cit., e Cass. Civ. 8 maggio 2003, n. 6984, tutte in *One LEGALE* <https://onelegale.wolterskluwer.it/>.

(17) È costante insegnamento della Corte di Cassazione quello secondo cui "il creditore che agisce in sede di verifica del passivo fallimentare in base ad un contratto di mutuo è tenuto a fornire la prova dell'esistenza del titolo, della sua anteriorità al fallimento e della disciplina dell'ammortamento, con le scadenze temporali e con il tasso di interesse convenuti, mentre il debitore mutuatario (e, per esso, il curatore) ha l'onere di provare il pagamento delle rate di mutuo scadute prima della dichiarazione di fallimento, atteso che le rate successive, agli effetti del concorso, si considerano scadute alla data della sentenza dichiarativa, a norma dell'art. 55, comma 2, l.fall.: non è, dunque, necessario, per l'accertamento del capitale residuo, provare la risoluzione del contratto, che rileva solo ai fini degli interessi di mora" (cfr. Cass. Civ. 10 febbraio 2020, n. 301, in *One LEGALE* <https://onelegale.wolterskluwer.it/>).

(18) Cfr., ad esempio, Trib. Treviso 21 dicembre 2016, in *www.unijuris.it*.

(19) Cfr. Cass. Civ., SS.UU., 13 giugno 2017, n. 14648, secondo cui "in tema di formazione dello stato passivo, l'apposizione di una condizione all'ammissione del credito costituisce un potere officioso del giudice di merito, il quale, pertanto, accogliendo una domanda di insinuazione, può sia apporvi una condizione eventualmente prevista dalla legge e risultante dagli atti, sia rettificare l'indicazione della circostanza condizionante ivi erroneamente prospettata" (in senso conforme, si vedano anche Cass. Civ. 1° dicembre 2015, n. 24449 e Cass. Civ. 30 ottobre 2013, n. 24539, in *One LEGALE* <https://onelegale.wolterskluwer.it/>).

L'onere della prova dei diritti derivanti dagli SFP

Il provvedimento commentato stimola una riflessione anche sull'onere della prova che il titolare degli SFP è chiamato ad assolvere per dimostrare il proprio diritto alla restituzione dell'apporto. Si è visto in proposito che il Tribunale di Bologna ha ritenuto i crediti restitutori non provati con riferimento ai titoli rispetto ai quali l'istante non aveva prodotto "né lo statuto, né un regolamento".

Si può avere l'impressione, di primo acchito, che la decisione rispecchi il disposto dell'art. 2697 c.c. rispetto ad elementi costitutivi della pretesa della cui prova è onerato il creditore, ma focalizzare quell'onere sul regolamento induce a considerare due profili. Fermo il fatto che la dimostrazione dei diritti portati dagli SFP non deve essere compiuta in astratto e che, nel caso di specie, dalla lettura del provvedimento non si può escludere in modo assoluto che la necessità di acquisire il regolamento derivasse dal concreto atteggiarsi della prospettazione offerta con la domanda di ammissione al passivo, siamo al cospetto di atti societari che possono essere variamente redatti: da un lato, il titolo delle ragioni di credito potrebbe ricavarsi da documentazione negoziale o comunque giustificativa nelle mani del titolare dello strumento, restando il regolamento un insieme di previsioni applicabili in virtù di un richiamo *per relationem* e, soprattutto, anche suscettibili di integrare fatti impeditivi o estintivi del diritto; e, dall'altro lato, ci si deve chiedere se ricorra una di quelle fattispecie in cui quell'onere debba trovare un temperamento nel principio di vicinanza alla prova.

Sotto il primo profilo, le condizioni di esigibilità appaiono collocabili, in via generale, tra i fatti impeditivi del riconoscimento di un diritto attuale in capo al creditore, ma nelle particolari situazioni, come quella in esame, ci sembra più corretto ritenere che la disciplina del recesso, inclusiva di un termine per il suo esercizio, e del rimborso degli SFP finisca per

integrare un aspetto che qualifica nei suoi elementi costitutivi il diritto soggettivo, non dissimilmente da ogni altro diritto patrimoniale o amministrativo incorporato negli SFP medesimi. Il titolare degli strumenti è pertanto chiamato, in linea di principio, ad allegare e provare le circostanze che legittimano il riconoscimento del suo diritto di credito, impostazione che appare seguita dal provvedimento in commento.

Tuttavia, considerando il secondo punto, non sembra poter essere trascurato il fatto che si tratta di documentazione che dovrebbe essere presente, *in primis*, proprio negli atti della società emittente. Come noto, il criterio della vicinanza sul piano istruttorio, che pone l'onere della dimostrazione di un fatto a carico della parte che sia in grado di provarlo molto più agevolmente per la stretta relazione materiale con quanto a tal fine necessario (20), ha ricevuto una particolare validazione grazie alla sentenza della Corte di Cassazione, a Sezioni Unite, n. 13533 del 2001, la quale, a tutela del diritto di difesa protetto dall'art. 24 Cost., ha affermato che la regola dell'onere della prova va ricondotta non ad astratti criteri formali, bensì a canoni di ragionevolezza (21). E questo principio è stato applicato anche in sede fallimentare, laddove si è affermato che "il curatore, in quanto parte pubblica (al pari del PM), ha il dovere di non nascondere gli elementi di cui sia entrato in possesso per ragioni dell'Ufficio esercitato (che è pur sempre quello di assicurare ai creditori la loro *par condicio*, senza avvantaggiarne ma anche danneggiarne alcuni), specie quando questi siano il risultato del concreto atteggiarsi del principio di vicinanza della prova" (22).

Nella pronuncia in commento, per poter considerare soddisfatto l'onere della prova del credito della società opponente, il Tribunale di Bologna ha ritenuto essenziali documenti, appunto lo statuto o il regolamento degli SFP ad esso allegato, che si deve presumere presenti agli atti della società e facilmente reperibili dal curatore (23). Ove per qualsivoglia

(20) Cfr. per tutti C. Besso, *La vicinanza della prova*, in *Riv. dir. proc.*, 2015, 1383.

(21) Secondo le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, è "conforme all'esigenza di non rendere eccessivamente difficile l'esercizio del diritto del creditore a reagire all'inadempimento, senza peraltro penalizzare il diritto di difesa del debitore adempiente, fare applicazione del principio di riferibilità o di vicinanza della prova, ponendo in ogni caso l'onere della prova a carico del soggetto nella cui sfera si è prodotto l'inadempimento, e che è quindi in possesso degli elementi utili per paralizzare la pretesa del creditore, sia questa diretta all'adempimento, alla risoluzione o al risarcimento del danno, fornendo la prova del fatto estintivo del diritto azionato, costituito dall'adempimento".

In dottrina, si veda anche A.M. Felicetti, "Vicinanza alla prova" e *contratto di conto corrente: la Cassazione sul riparto (ancora incerto) degli oneri probatori*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2021, 265 ss.

(22) Cfr. Cass. Civ. 28 giugno 2019, n. 17608 e, in senso conforme, Cass. Civ. 14 gennaio 2016, n. 535, in *One LEGALE* <https://onelegale.wolterskluwer.it/>. Il principio è stato enunciato in casi in cui il Curatore, in forza della documentazione già in suo possesso, aveva dato parere positivo all'ammissione del credito, poi disatteso dal giudice delegato, ma non per questo non si giustifica la sua applicazione in situazione inverse.

(23) Come noto, il regolamento che disciplina gli SFP costituisce parte integrante dello statuto (cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 163, 7 novembre 2017, cit.).

motivo l'ordinario regime di pubblicità del registro delle imprese non consenta di estrarre il regolamento, si pone come un'equilibrata applicazione del principio della vicinanza alla prova quello di addossare al curatore l'onere, di facile assolvimento, di produrre il documento che recepisca la disciplina degli SFP, salvi casi di materiale indisponibilità degli atti amministrativi della società. È vero che, in alcune occasioni, per l'ammissione di un credito al passivo di un fallimento, la giurisprudenza ha ritenuto essenziale la

produzione dello statuto della società (24). Tuttavia, anche alla luce delle modalità di svolgimento della fase di accertamento del passivo in ambito fallimentare, che inizia con istanza diretta in prima battuta al curatore chiamato in via generale a vagliare la posizione dei terzi creditori, sembra legittimo e coerente ritenere che dovesse essere applicato il criterio della vicinanza alla prova e, conseguentemente, si dovesse giungere al riconoscimento dei diritti di credito oggetto della domanda di ammissione al passivo.

(24) Cfr. Cass. Civ. 4 dicembre 2020, n. 27902, in *One LEGALE* <https://onelegale.volterskluwert.it/>, in materia di crediti vantati nei

confronti della società da membri del consiglio di sorveglianza per le attività svolte nell'esercizio della funzione.