



CONSIGLIO NAZIONALE
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

FONDAZIONE
ARISTEIA

ISTITUTO DI RICERCA
DEI DOTTORI
COMMERCIALISTI



DOCUMENTI ARISTEIA

documento n. 25

*I patrimoni ed i finanziamenti destinati
ad uno specifico affare nella riforma
del diritto societario*

giugno 2003

**I PATRIMONI ED I FINANZIAMENTI
DESTINATI AD UNO SPECIFICO AFFARE
NELLA RIFORMA
DEL DIRITTO SOCIETARIO**

I PATRIMONI ED I FINANZIAMENTI DESTINATI AD UNO SPECIFICO AFFARE
NELLA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. La nozione di patrimoni separati – 3. La nozione di specifico affare – 4. La disciplina dei patrimoni destinati ad uno specifico affare – 4.1 Deliberazione costitutiva – 4.2 Regime di pubblicità – 4.3 Responsabilità e tutela dei creditori – 4.4 Scritture contabili, bilancio e rendiconto finale – 5. La disciplina dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare – 5.1 Contratto di finanziamento – 5.2 Regime di pubblicità e tutela dei creditori – 6. Alcune considerazioni conclusive – 7. Tabella di sintesi

1. PREMESSA

La riforma del diritto societario ha previsto, nell'ambito della disciplina delle società per azioni (Capo V, Sezione XI), il nuovo istituto dei "*patrimoni destinati ad uno specifico affare*" (artt. da 2447 *bis* a 2447 *decies ex d.lgs.* 17 gennaio 2003, n. 6, recante la "*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001 n. 366*").

Il legislatore delegato, dando attuazione alle previsioni contenute nella legge delega (art. 4, co. 4, lett. *b*), della l. n. 366/2001), ha introdotto due diversi modelli che, seppur accomunati dal profilo della separazione creata nell'ambito di un patrimonio facente capo ad un unico soggetto, la società per azioni, si differenziano notevolmente per disciplina e funzionalità:

- *il patrimonio destinato*: la s.p.a. "*può costituire uno o più patrimoni separati ciascuno dei quali destinati ad uno specifico affare*" (art. 2447 *bis*, co. 1, lett. *a*)). Questo primo modello consente l'individuazione, all'interno del patrimonio della società, di una parte del patrimonio medesimo destinato in via esclusiva ad uno specifico affare con conseguente separazione giuridica dal restante patrimonio della società;
- *il finanziamento destinato*: la s.p.a. può stipulare con terzi un contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare in cui si stabilisce che "*al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano destinati, in via esclusiva, i proventi dell'affare stesso o almeno parte di essi*" (art. 2447 *bis*, co. 1, lett. *b*)). I proventi dell'affare costituiscono un patrimonio separato sia da quello della società sia da quello relativo ad ogni altro contratto di finanziamento destinato.

Dalla separazione patrimoniale che, dunque, può essere realizzata sia mediante la costituzione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare sia a seguito della stipula di un contratto di finanziamento destinato ad uno specifico affare, in linea di principio, consegue che:

I patrimoni ed i finanziamenti destinati ad uno specifico affare nella riforma del diritto societario

- delle obbligazioni contratte per la realizzazione dello specifico affare risponde solo il patrimonio ad esso destinato, con esclusione del residuo patrimonio della società (artt. 2447 *quinquies*, co. 3, e 2447 *decies*, co. 2);
- il patrimonio separato non risponde delle obbligazioni della società (art. 2447 *quinquies*, co. 3, e 2447 *decies*, co. 2);

La costituzione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare, come evidenzia la relazione governativa al d.lgs. n. 6/2003, permette la separazione giuridica di una parte del patrimonio dall'intero patrimonio sociale con la conseguenza che i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato ad uno specifico affare, né tanto meno sui frutti o i proventi da esso derivanti, salvo che per la parte spettante alla società.

In sostanza, questa particolare operazione economica è equivalente alla costituzione di una nuova società, col vantaggio dell'eliminazione dei costi di costituzione, mantenimento ed estinzione della stessa.

Un'ulteriore utilità del modello previsto dalla lett. *a*) dell'art. 2447 *bis* è offerta dalla possibilità di raccogliere finanziamenti per la realizzazione dello specifico affare; alla società è, infatti, consentito emettere strumenti finanziari di partecipazione all'affare stesso.

Di converso, l'ipotesi di finanziamento destinato previsto dall'art. 2447 *bis*, lett. *b*), rappresenta lo strumento idoneo ad assicurare alla società l'ingresso di nuovi mezzi finanziari provenienti da terzi. Anche in tale ipotesi si configura una separazione patrimoniale ma, a differenza dei patrimoni destinati previsti dalla lett. *a*) dell'art. 2447 *bis*, il vincolo di destinazione riguarda solo i proventi dell'affare ed i loro eventuali reimpieghi – ovvero “*i flussi finanziari di uno specifico affare*” – non invece i beni della società.

Ne consegue, da un lato, che delle obbligazione nei confronti dei finanziatori dello specifico affare risponde esclusivamente il patrimonio separato e, dall'altro, che sui proventi, sui frutti di essi e degli investimenti eventualmente effettuati in attesa del rimborso al finanziatore non sono ammesse azioni da parte dei creditori sociali.

Come osservato in dottrina, l'operazione posta in essere con il contratto di finanziamento destinato ad uno specifico affare attiene esclusivamente ai profili finanziari dell'esercizio d'impresa, configurando sostanzialmente un “*modello organizzativo per la gestione di una fonte di finanziamento destinata ad una specifica finalità economica*”.

Il legislatore delegato sembra così aver accolto entrambe le configurazioni dei “*patrimoni dedicati*” proposte dalla dottrina all'indomani dell'emanazione della legge delega.

Pur essendo i criteri direttivi dettati dalla legge delega circostanziati alla sola fattispecie dei patrimoni dedicati (art. 4, co. 4, lett. *b*), della l. n. 366/2001), autorevoli commentatori ne avevano, invero, suggerito una lettura eterogenea così da far emergere due diverse impostazioni di fondo. L'una che caratterizzava l'istituto dei patrimoni dedicati quale fenomeno prevalentemente finanziario; l'altra, di critica alla prima, che ne esaltava la prevalente finalità industriale.

Per quest'ultima impostazione il vantaggio derivante dalla “*dedica*” alla realizzazione di uno specifico scopo è soprattutto la separazione del patrimonio della società che, permettendo soluzioni gestionali, organizzative

e produttive ottimali, offre un utile strumento di segmentazione dell'azienda. Questo meccanismo di *"parcellizzazione del patrimonio"* gioverebbe così alle società multidivisionali, alle imprese impegnate in grandi commesse o nella realizzazione di opere pubbliche.

Quale fenomeno finanziario il patrimonio dedicato viene descritto, da alcuni, con un'immagine efficace, secondo la quale *"nell'impresa entra denaro ed esce denaro"*. Con tale strumento si consente, infatti, ad una società di chiedere e ricevere un finanziamento che sarà destinato alla realizzazione di un singolo e determinato affare ponendo al servizio del finanziamento così ottenuto non l'intero suo patrimonio, esistente e futuro, né tanto meno beni determinati, staticamente considerati, ma esclusivamente i ricavi ed i proventi dello specifico affare.

In realtà, le due diverse interpretazioni attengono pur sempre allo stesso fenomeno perché l'una guarda ai profili statici della separazione del patrimonio mentre l'altra ne enfatizza i profili dinamici; con l'ulteriore conseguenza che i primi non escludono necessariamente i secondi.

In conclusione, il legislatore delegato ha introdotto sia i patrimoni sia i finanziamenti destinati ad uno specifico affare traducendo così nel testo della riforma del diritto societario entrambi i suggerimenti della dottrina.

2. LA NOZIONE DI PATRIMONI SEPARATI

La dottrina tradizionale considera il patrimonio come un'entità composta formata dall'insieme delle situazioni soggettive suscettibili di valutazione economica unificate dalle legge in considerazione dell'appartenenza ad un solo soggetto. Ogni patrimonio si riferisce necessariamente ad una persona fisica o ad una persona giuridica, oppure ad un gruppo non personificato.

In quest'ottica, il patrimonio della società è, dunque, quel complesso di beni e di rapporti giuridici di cui la società è titolare e su cui viene misurata la sua capacità di adempiere alle obbligazioni.

Ciò posto, occorre osservare che la tecnica della separazione patrimoniale non è, però, del tutto nuova nel nostro ordinamento. Si pensi alle ipotesi tradizionalmente ricondotte nell'ambito dei cosiddetti patrimoni di destinazione, definizione questa che sta ad indicare proprio il distacco da un patrimonio di una massa patrimoniale alla quale viene riconosciuta specifica unitarietà e autonomia in vista della propria destinazione ad un particolare scopo.

Vengono comunemente ricondotti in tale ambito numerosi istituti di diritto civile, quali, ad esempio, l'eredità giacente, l'eredità accettata con beneficio d'inventario, l'eredità devoluta allo Stato, il patrimonio del nascituro, il fondo patrimoniale, il patrimonio sottoposto a liquidazione concorsuale, il fondo delle associazioni non riconosciute e, infine, i patrimoni delle società personali.

Nel corso dell'ultimo decennio, poi, la costituzione di patrimoni destinati ha trovato numerose applicazioni. Ad esempio, nell'ambito delle prestazioni dei servizi di investimento, l'art. 22 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.) ha raccolto le diverse norme vigenti in materia di gestioni patrimoniali legittimando la

costituzione di patrimoni separati in cui confluiscono gli strumenti finanziari e le somme di denaro appartenenti ai singoli clienti.

Ulteriore casistica è rappresentata, poi, dalla legge sui fondi pensione (art. 4 del d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124, come modificato dalla l. 8 agosto 1995, n. 355), dalla legge sulla cartolarizzazione dei crediti (art. 3, co. 2, della l. 30 aprile 1999, n. 130) e dalla legge sulla “*società per il finanziamento delle infrastrutture*” (art. 8, co. 4, del d.l. 15 aprile 2002, n. 63, convertito dalla l. 15 giugno 2002, n. 112). Da ultimo i patrimoni separati sono stati previsti nella recentissima normativa, in attesa di conversione, sulla privatizzazione del patrimonio pubblico immobiliare (d.l. del 9 maggio 2003, n. 102 stante il richiamo al d.l. 25 settembre 2001, n. 351, convertito in legge dall’art. 1 della l. 23 novembre 2001, n. 401).

In ambito comunitario, l’art. 7 della XII direttiva in materia di diritto delle società (89/667/CEE) relativa alle società a responsabilità limitata, prevedeva la possibilità di costituire un’impresa unipersonale caratterizzata dalla responsabilità limitata ad un patrimonio destinato ad una determinata attività; in verità la norma nasceva dall’esigenza di ricomprendere nella disciplina comunitaria un particolare istituto di diritto portoghese, l’*establecimento mercantil individual de responsabilidade limitada (EIRL)*.

Non vi è dubbio, infine, che l’evoluzione legislativa in materia di patrimoni separati sia stata fortemente influenzata dalla Convenzione dell’Aja del 1 luglio 1985 in materia di *trust*, ratificata dalla Repubblica Italiana con legge del 16 ottobre 1989, n. 364 ed entrata in vigore il 1 gennaio 1992.

La dottrina, anche alla luce dell’evoluzione legislativa più recente, ha creduto opportuno introdurre all’interno del più ampio *genus* dei patrimoni destinati alcune differenziazioni, distinguendo i “*patrimoni autonomi*” dai “*patrimoni separati*”. Secondo l’accezione più diffusa, per patrimonio autonomo si intende quello che fa capo a più costituenti, ancorché distinto dai loro patrimoni personali e per patrimonio separato quello che fa capo ad un solo costituente, ancorché distinto dal patrimonio residuo.

Correttamente, dunque, i patrimoni ed i finanziamenti societari destinati ad uno specifico affare sono stati ricondotti dal legislatore in quest’ultima *species*.

Senza dubbio, i due modelli introducono nel nostro ordinamento un’ulteriore deroga sia al principio generale della inammissibilità della separazione di un patrimonio facente capo ad un unico soggetto, come sancito nell’art. 2740 c.c., sia al principio della *par condicio creditorum* contenuto nell’art. 2741, co. 1, c.c..

Nella relazione si parla “*di una separazione patrimoniale in grado di condurre ad un regime di autonomia sul piano della responsabilità*”, sciogliendo il dubbio, emerso nei commenti alla legge delega, se la separazione operasse a livello di responsabilità oppure di imputazione dei rapporti giuridici.

Sembra utile, però, rammentare quanto è stato già osservato da autorevole dottrina, secondo la quale si deve aver chiaro che autonomia e separazione non significano soltanto destinazione di un complesso di beni e rapporti a un certo impiego, ma, altresì, distinta imputazione dei rapporti giuridici. Ne consegue che il vincolo di destinazione del patrimonio costituisce, in sostanza, un vincolo del patrimonio all’esclusiva garanzia delle obbligazioni nate dalla sua gestione in quell’impiego. Infine, poiché siffatta imputazione e siffatto vincolo introducono una deroga al regime generale della responsabilità patrimoniale, non vi è dubbio che essi possono realizzarsi unicamente in forza di una corrispondente volontà di legge.

In altri termini, nei patrimoni separati è dato osservare che, in punto di fatto, ciò che rileva è la destinazione vincolata di un determinato patrimonio ad un singolo affare, mentre, in punto di diritto, rilevano soprattutto gli effetti di tale destinazione rispetto alla responsabilità patrimoniale.

È legittimo ritenere che entrambi gli istituti ora in esame, insieme con l'introduzione della s.p.a. unipersonale e di una vasta gamma di nuovi strumenti finanziari (azioni correlate, azioni riscattabili, azioni senza valore nominale) rispondano all'intento di valorizzare l'autonomia privata e di moltiplicare le tecniche di finanziamento societario, realizzando così alcuni degli obiettivi indicati dalla legge delega per la riforma del diritto societario. Il legislatore, come osservato in dottrina, sembra aver indicato "*una terza via*", accanto agli strumenti di finanziamento tradizionali ed all'alternativa del ricorso al credito bancario, capace di assicurare una maggiore competitività delle società italiane nel mercato globale.

I vantaggi della costituzione di patrimoni dedicati a specifici affari risiedono essenzialmente nella effettiva diversificazione del rischio che essi realizzano.

In primo luogo, a favore della società stessa, poiché si consente la delimitazione del rischio inerente a singoli settori dell'impresa, senza far ricorso alla costosa ed artificiosa costituzione di una nuova società.

In secondo luogo, a favore dei terzi, poiché alla "*parcellizzazione del patrimonio della società*" consegue una diversificazione delle categorie dei creditori. Coloro che partecipano al finanziamento di uno specifico affare supporteranno esclusivamente i rischi direttamente connessi a tale operazione economica e, al contempo, trarranno beneficio dalla diminuzione dei costi di controllo e di informazione circoscritti al singolo affare.

Di contro, la distrazione di parte del patrimonio sociale per la costituzione di un patrimonio separato comporta inevitabilmente la riduzione delle garanzie offerte dalla società ai terzi creditori. Alla luce di tali effetti diminutivi potenzialmente pericolosi per la categoria di creditori, si pone il delicato problema della tutela dei creditori sociali preesistenti a cui il decreto delegato ha dedicato, come approfondiremo nel prosieguo, specifiche disposizioni.

3. LA NOZIONE DI SPECIFICO AFFARE

Il patrimonio separato – sia esso costituito con risorse della società o con risorse attinte mediante finanziamento di terzi – per godere del beneficio della autonomia patrimoniale deve, fra l'altro, essere "*destinato alla realizzazione di uno specifico affare*".

È proprio la costituzione del vincolo di destinazione – ovvero la predisposizione di risorse per la realizzazione di un determinato scopo – che spiega e giustifica la separazione di alcuni beni dal patrimonio generale della società.

Alla previsione della destinazione ad un "*affare*" – che appare utilizzata in maniera volutamente generica e onnicomprensiva –, il legislatore ha accompagnato la previsione della sua necessaria "*specificità*".

La specificazione dell'affare perseguito permette così di segnare i confini del vincolo di destinazione.

In altre parole, l'affare dovrà essere esattamente individuato e dovrà essere descritto, analogamente al risultato che si intende perseguire, secondo gli ordinari canoni di chiarezza, univocità e completezza.

Dovrà essere preventivamente e compiutamente programmato dalla società anche il piano economico-finanziario necessario per la realizzazione dello specifico affare. Dovranno essere esattamente indicati i beni, materiali ed immateriali, insieme agli strumenti finanziari necessari alle realizzazioni dell'affare *de quo*.

Se ne desume che, come evidenziato in dottrina, l'affare non possa coincidere con l'oggetto sociale – *rectius* con “*l'attività che costituisce l'oggetto della società*” (art. 2328 *ex d.lgs. n. 6/2003*) – né possa costituire l'unica attività svolta della società; non debba necessariamente presentare la caratteristica della novità, ma possa consistere in un affare già esistente da sviluppare con nuove risorse; debba avere un compimento cioè una realizzazione anche se il suo svolgimento, naturalmente, può protrarsi per più esercizi.

Parte della dottrina ritiene, inoltre, con riferimento all'ipotesi dell'art. 2447 *bis*, co. 1, lett. a), che l'affare possa avere ad oggetto la gestione di un ramo d'azienda oppure di un ramo specifico dell'attività della società.

Si oppongono a tale affermazione quanti osservano che attraverso la “*gestione continuativa di un ramo d'azienda*” si verrebbe alla creazione di una “*sub-società*” e conseguentemente si perderebbe il necessario connotato della specificità dell'affare.

Per quanto riguarda il modello del finanziamento destinato ad uno specifico affare, si è sostenuto che esso avrà sicuro successo come strumento di cartolarizzazione dei crediti, come consentito dall'art. 2447 *decies*, co. 7; prima della pubblicazione del d.lgs. n. 6/2003, autorevole dottrina aveva, invece, negato questo utilizzo.

A fronte di commenti spesso fra loro contraddittori, comune appare il suggerimento – sebbene la legge nulla abbia stabilito in proposito – di prevedere una denominazione specifica per ogni patrimonio separato, in modo da evitare il pericolo di confusione ove la società, come consentito dalla norma, abbia costituito più patrimoni o affari destinati ad uno specifico affare. L'identificazione nominale permette, infatti, l'imputazione dell'atto giuridico al patrimonio separato, impedendo che questo venga imputato al patrimonio generale della società.

Si esclude, infine, che i mezzi di identificazione dei patrimoni dedicati possano essere considerati veri e propri segni distintivi e che godano, dunque, della loro tutela.

4. LA DISCIPLINA DEI PATRIMONI DESTINATI AD UNO SPECIFICO AFFARE

L'art. 2447 *bis*, co. 1, lett. a), *ex d.lgs. n. 6/2003*, stabilisce che la società per azioni “*può costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare*”.

Sono legittimate a costituire i patrimoni destinati tutte le s.p.a., indipendentemente dalla circostanza che abbiano o meno titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Si ritiene, invece, che, stante il mancato

richiamo, tale facoltà non venga riconosciuta a s.p.a. e s.r.l.; ad analoga conclusione deve pervenirsi anche in materia di finanziamenti destinati ad uno specifico affare.

La libertà riconosciuta alla s.p.a. di costituire patrimoni destinati trova uno specifico limite. Il legislatore delegato ha previsto, infatti, che, salvo quanto disposto in leggi speciali, i patrimoni destinati ad uno specifico affare non possano essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società (2447 *bis*, co. 2).

Dal dato letterale della norma si desume, dunque, che la società può costituire una pluralità di patrimoni destinati ad uno specifico affare a condizione che sia rispettato complessivamente il limite del dieci per cento del patrimonio netto della società, ovvero del saldo positivo tra attività e passività.

Nell'intento del legislatore tale cautela si rende necessaria al fine di impedire che con la costituzione di più patrimoni separati venga sottratta ai creditori sociali la garanzia generale costituita dal patrimonio sociale.

Si precisa, infine, che la “*dedica*” non possa riguardare le attività riservate in base alla legge.

4.1. Deliberazione costitutiva

La costituzione del patrimonio destinato ad uno specifico affare avviene, salvo diversa disposizione dello statuto, in forza di deliberazione del consiglio di amministrazione – oppure, per quelle società che abbiano adottato il modello dualistico, del consiglio di gestione – a maggioranza assoluta dei suoi componenti.

È questo un atto gestionale di competenza degli amministratori, sempre che, in ossequio al preminente principio dell'autonomia privata, lo statuto non preveda altrimenti, ad esempio rimettendo tale decisione all'assemblea dei soci.

Sebbene dalla lettura delle norme della riforma non è dato evincere alcunché sul punto, secondo alcuni la possibilità di istituire patrimoni separati dovrebbe essere espressamente prevista nello statuto; ciò senza dubbio risponderebbe esclusivamente ad esigenze di trasparenza e tutela per soci e terzi.

Ai sensi dell'art. 2447 *ter*, co. 1, *ex d.lgs. 6/2003*, la deliberazione costitutiva del patrimonio destinato deve contenere una serie di informazioni dettagliate:

a) l'affare al quale è destinato il patrimonio;

Deve dunque essere descritta, secondo le modalità suggerite nel paragrafo precedente, l'iniziativa economica da realizzare.

b) i beni e i rapporti giuridici compresi in tale patrimonio;

Attraverso la precisa individuazione di tali beni e rapporti giuridici si segnano i confini del “vincolo di destinazione” che consentirà alla società di sottrarre il patrimonio destinato alle pretese dei creditori sociali.

c) il piano economico finanziario da cui risulta la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare, le modalità e le regole relative al suo impiego, il risultato che si intende perseguire e le eventuali garanzie offerte da terzi;

Si tratta di un *business plan*, in cui la società deve, tra l'altro, predisporre le risorse necessarie alla realizzazione dell'affare, indicandone gli obiettivi perseguiti, le modalità di svolgimento, i futuri piani

di sviluppo ed, in particolare, deve illustrare l'idoneità del patrimonio rispetto all'iniziativa economica posta in essere. Si prevede, infine, che terzi possano garantire l'impegno assunto dalla società.

- d) *gli eventuali apporti di terzi, le modalità di controllo sulla gestione e di partecipazione ai risultati dell'affare;*

Non si esclude che per la realizzazione dell'affare la società necessiti di risorse esterne di cui però deve essere data specifica notizia.

Il legislatore ha ritenuto, inoltre, opportuno demandare all'iniziativa sociale la scelta delle modalità della gestione dell'affare, richiedendo esclusivamente che tutti gli aspetti operativi – criteri e modalità sia della gestione sia della realizzazione dell'affare – e tutti gli effetti redistributivi – la remunerazione offerta ai terzi in cambio del loro apporto oppure ai titolari di strumenti finanziari (lett. e) – debbano essere analiticamente descritti e predeterminati.

- e) *la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione dell'affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono;*

Sul punto occorre evidenziare che i titolari di strumenti finanziari partecipativi non acquistano la qualità di soci e, in linea di principio, non concorrono a determinare la volontà della società. La determinazione dello specifico contenuto dei diritti patrimoniali o amministrativi loro riconosciuti è rimessa all'autonomia – ed alla fantasia – della società; ciò non toglie che per tutelare questi diritti viene riconosciuto dalla legge ai titolari degli strumenti finanziari, come approfondiremo tra poco, il diritto di costituire assemblee speciali.

- f) *la nomina di una società di revisione per il controllo contabile sull'andamento dell'affare, quando la società non è assoggettata alla revisione contabile ed emette titoli sul patrimonio diffusi fra il pubblico in maniera rilevante ed offerti ad investitori non professionali;*

Il controllo da parte dei revisori contabili è imposto esclusivamente al ricorrere di alcune circostanze. La società che non sia già soggetta alla revisione contabile deve aver emesso strumenti finanziari inerenti al patrimonio destinato allo specifico affare; questi ultimi devono essere circolati o per lo meno devono essere destinati a circolare fra il pubblico “*in misura rilevante*” ai sensi dell'art. 111 *bis* delle norme di attuazione e transitorie del d.lgs. n. 6/2003, che richiama l'art. 116 del T.U.F., sempre che non siano offerti ai soli investitori professionali.

- g) *le regole di rendicontazione dello specifico affare.*

Tenuto conto che ogni patrimonio separato, come spiegheremo nel prosieguo, è oggetto di una gestione separata, al fine di assicurare una maggiore chiarezza e trasparenza, è necessario indicare preventivamente le regole di rendicontazione per facilitare la lettura degli elementi contabili e di bilancio sull'andamento dell'affare.

La deliberazione costitutiva del patrimonio destinato ad uno specifico affare deve essere assunta con verbalizzazione notarile ed è soggetta, analogamente alle deliberazioni straordinarie di modifica dello statuto, al regime di pubblicità mediante l'iscrizione nel registro delle imprese ai sensi dell'art. 2436.

Non vi è dubbio che la costituzione del vincolo di destinazione rappresenti il momento più delicato dell'intera vicenda poiché la completezza della delibera di costituzione del patrimonio costituisce la base per la validità e l'efficacia della destinazione e, al contempo, costituisce un elemento essenziale per la limitazione della responsabilità della società per le obbligazioni relative al patrimonio destinato.

Si ritiene, infatti, che i vizi dell'atto di destinazione, conseguenti, dunque, all'insufficienza e non univocità della descrizione dell'affare e soprattutto dei beni e dei rapporti giuridici che fanno capo al patrimonio destinato alla realizzazione di quello specifico affare, determinano l'inefficacia e l'inopponibilità ai terzi del vincolo di destinazione. Così, ad esempio, la mancata indicazione o indeterminatezza dell'affare permetterebbe al creditore sociale di contestare la validità della delibera, chiedendo la possibilità di rivalersi su tutti i beni sociali compresi quelli appartenenti al patrimonio destinato.

La disciplina, come evidenziato dai più attenti commentatori, sembra consentire tuttavia che gli elementi non essenziali possano essere introdotti anche successivamente alla deliberazione di costituzione. Le deliberazioni successive non potranno però riguardare gli elementi essenziali dell'affare – ossia quelli necessari per la definizione e l'individuazione dei termini dell'affare oppure quelli necessari per stabilire la congruità del patrimonio alla realizzazione dell'affare –, ma dovranno rivestire solo valore integrativo e di dettaglio (potrebbero essere introdotti successivamente, ad esempio, gli elementi indicati dalle lett. *e*), *f*) e *g*) dell'art. 2447 *ter*, co. 1).

4.2. Regime di pubblicità

L'adempimento dell'obbligo di pubblicità, ovvero l'iscrizione al registro delle imprese della deliberazione assunta ai sensi dell'art. 2447 *quater ex* d.lgs. 6/2003, costituisce condizione necessaria affinché il patrimonio destinato sia giuridicamente dotato di autonomia patrimoniale.

La legge prevede, infatti, che la deliberazione di costituzione del patrimonio destinato ad uno specifico affare debba essere depositata ed iscritta nel registro delle imprese. A partire da tale momento, ed entro i due mesi successivi, i creditori sociali anteriori all'iscrizione nel registro delle imprese possono fare opposizione. Nonostante l'opposizione, qualora la società offra idonee garanzie, il tribunale può disporre che la deliberazione sia ugualmente eseguita (art. 2447 *quater*, co. 2).

La separazione del patrimonio destinato dal restante patrimonio sociale è condizionata, dunque, al decorso del periodo di due mesi dall'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese senza che i creditori sociali abbiano proposto opposizione ovvero all'iscrizione nel registro delle imprese del provvedimento del tribunale che, nonostante l'opposizione di quest'ultimi, stabilisce che la deliberazione possa essere eseguita.

Se ne desume, in dottrina, che l'iscrizione del patrimonio nel registro delle imprese abbia efficacia costitutiva, anche se è legittimo ritenere che la sua efficacia sia condizionata al decorso del tempo previsto e all'assenza di opposizione da parte dei creditori preesistenti.

Ne consegue che la mancata iscrizione nel registro delle imprese impedisce che il patrimonio destinato venga ad esistenza ovvero impedisce che il vincolo di destinazione dei beni compresi nel patrimonio abbia efficacia (reale) nei confronti dei terzi.

Un ulteriore adempimento è previsto qualora nel patrimonio destinato figurino beni immobili e beni mobili iscritti in pubblici registri. In tale caso, la loro destinazione allo specifico affare dovrà esservi annotata; difatti, in mancanza dell'annotazione, il vincolo di destinazione non sarà opponibile ai creditori della società (art. 2447 *quinquies*, co. 2).

Nell'intento del legislatore, il regime di pubblicità della deliberazione costitutiva del patrimonio destinato, analogo a quello previsto in materia di fusione e scissione, è strumento idoneo a garantire le esigenze di trasparenza e tutela dei terzi creditori.

Perplessità sulla sua adeguatezza sono, però, emerse in dottrina.

Si è sottolineato, a tale proposito, che nei confronti dei terzi creditori l'iscrizione nel registro delle imprese, alla stregua del canone dell'ordinaria diligenza, è condizione di “*conoscibilità*” della costituzione di un patrimonio separato, ma non ne garantisce l’“*effettiva conoscenza*” da parte di quest'ultimi.

In secondo luogo, è stato notato come il potere di opposizione è limitato a soli due mesi, mentre, ad esempio, nella cessione dei rapporti giuridici disciplinati dal Testo Unico Bancario (art. 58, co. 6, del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385) è previsto il termine più lungo di tre mesi.

Infine, il legislatore non ha predisposto ulteriori rimedi a tutela dei creditori della società.

Non si specifica, ad esempio, se il creditore opponente abbia la facoltà di soddisfarsi su altri beni. Alcune indicazioni sono state avanzate dalla dottrina. Nulla vieta, infatti, che la società possa, in via preventiva e convenzionale, pagare i creditori contrari alla costituzione del patrimonio destinato oppure che, d'altro canto, i creditori, qualora ne ricorrano i presupposti, possano esperire l'ordinario rimedio dell'azione revocatoria.

In conclusione, per alcuni commentatori il regime pubblicitario previsto dall'art. 2447 *quater* non offre ai creditori della società sufficiente tutela.

L'iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione è condizione necessaria, ma non sufficiente, ai fini dell'efficacia esterna della costituzione del patrimonio destinato ad uno specifico affare. Affinché la limitazione della responsabilità in capo al patrimonio destinato sia opponibile ai terzi, è necessario inoltre che gli atti compiuti in relazione allo specifico affare rechino espressa menzione del vincolo di destinazione; in mancanza ne risponde la società con patrimonio residuo (art. 2447 *quinquies*, co. 4, c.c.).

In conclusione, solo una volta adempiuti entrambi gli obblighi di pubblicità si realizza quella situazione di “*insensibilità*” del patrimonio separato rispetto alle vicende della società e viceversa.

4.3. Responsabilità e tutela dei creditori

Ai sensi del terzo comma dell'art. 2447 *quinquies ex* d.lgs. n. 6/2003, sempre che nella deliberazione costitutiva del patrimonio destinato non venga disposto diversamente (art. 2447 *ter*, lett. c)) “*per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato*”.

La costituzione del patrimonio destinato, salvo l'eccezione appena esaminata, realizza una “*parcellizzazione del patrimonio sociale*” tale da creare diverse categorie di creditori, ciascuna delle quali potrà agire

esecutivamente solo su una parte del patrimonio sociale, quello separato oppure quello residuo. Ed in particolare:

- *i creditori dello specifico affare*, per i quali la società risponde nel limite del patrimonio ad esso destinato; con la conseguenza che, in via di principio, i creditori particolari di obbligazioni sorte in relazione all'affare specifico possono contare per la loro soddisfazione esclusivamente sul patrimonio separato, sempre che vengano adempiute le formalità previste dal quarto comma dell'art. 2447 *quinquies* che impone l'espressa menzione del vincolo di destinazione del patrimonio negli atti da porre in essere;
- *i creditori sociali*, i quali, come si desume dall'art. 2447 *quinquies*, co. 1, non possono vantare alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare, né sui frutti o proventi da esso derivanti, salvo per la parte di utili spettante alla società;
- *i creditori cosiddetti involontari*, ovvero i soggetti che a causa della realizzazione dello specifico affare risultino essere stati ingiustamente lesi.

A favore di quest'ultima categoria è prevista una riespansione della responsabilità sociale. Stabilisce, infatti, l'art. 2447 *quinquies*, co. 3, che “*resta salva tuttavia la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito*”. La norma, imponendo alla società una piena “*internalizzazione dell'esternalità*”, indubbiamente risponde ad esigenze preventive e, fors'anche, sanzionatorie dello svolgimento di attività potenzialmente lesive.

La limitazione della responsabilità del patrimonio separato alle obbligazioni derivanti dall'affare rappresenta, dunque, la regola cardine dell'istituto in esame.

Tale regola può essere, però, derogata. Nella deliberazione costitutiva del patrimonio destinato la società può infatti prevedere una propria responsabilità illimitata per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare (art. 2447 *septies*, co. 4).

Si tratta evidentemente di una responsabilità meramente eventuale. È legittimo ritenere, inoltre, che la responsabilità illimitata possa essere assunta dalla società non tanto in via generale, ossia per tutte le obbligazioni derivanti dalla realizzazione dello specifico affare, quanto in via “*convenzionale*”. In tal caso, alla previsione della sua ammissibilità nella deliberazione costitutiva faranno, poi, seguito specifici accordi in tal senso fra la società ed i singoli creditori.

Quanto detto sembra confermato dal fatto che l'art. 2447 *septies*, co. 4, stabilisce che l'impegno assunto dalla società nei confronti dei creditori del patrimonio destinato deve risultare in calce allo stato patrimoniale della società e formare oggetto di valutazione secondo i criteri illustrati nella nota integrativa.

È importante notare fin d'ora che la insensibilità del patrimonio destinato alle vicende della società trova un espresso limite nel fallimento della società al quale, ai sensi dell'art. 2447 *novies*, consegue necessariamente la liquidazione del patrimonio destinato.

Come precedentemente accennato, l'art. 2447 *octies* prevede che per ogni categoria di strumenti finanziari emessi per la partecipazione all'affare debbano essere costituite assemblee speciali, invero non molto difformi dalle assemblee degli obbligazionisti.

Esse, infatti, deliberano:

- sulla nomina e sulla revoca dei rappresentanti comuni di ciascuna categoria, con funzioni di controllo sul regolare andamento dello specifico affare, e sulla azione di responsabilità nei loro confronti;
- sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi dei possessori degli strumenti finanziari e sul rendiconto relativo;
- sulle modificazioni dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari;
- sulle controversie con la società e sulle relative transazioni e rinunce;
- sugli altri oggetti di interesse comune a ciascuna categoria di strumenti finanziari.

Inoltre, alle assemblee speciali sono applicabili, per espresso richiamo, le disposizioni contenute in materia di assemblee degli obbligazionisti dagli artt. 2415, co. 2, 3 e 4, 2416 e 2419 e, in materia di rappresentante comune, dagli artt. 2417 e 2419.

La società deve inoltre tenere uno specifico libro indicante le caratteristiche degli strumenti finanziari, l'ammontare di quelli emessi e di quelli estinti, le generalità dei titolari degli strumenti nominativi e i trasferimenti e i vincoli ad essi relativi (art. 2447 *sexies*).

4.4. Scritture contabili, bilancio e rendiconto finale

In conseguenza dell'esclusiva responsabilità in ordine alle obbligazioni contratte per la realizzazione del singolo affare, il patrimonio destinato deve essere oggetto di una gestione separata e di una specifica contabilità.

Ai sensi dell'art. 2447 *sexies*, per ogni patrimonio destinato dovranno essere tenuti i libri e le scritture contabili prescritti dagli artt. 2214 e ss..

Si dovranno, inoltre, indicare separatamente nello stato patrimoniale della società i beni e i rapporti giuridici compresi nel patrimonio destinato. Mentre in un apposito rendiconto, allegato al bilancio, secondo l'art. 2423 e ss. c.c., verrà descritta l'intera attività svolta dalla società nella realizzazione dello specifico affare (2447 *septies*, co. 2).

Inoltre, la nota integrativa del bilancio della società, in cui siano stati costituiti uno o più patrimoni separati, deve illustrare

- il valore e la tipologia dei beni e dei rapporti giuridici compresi in ciascun patrimonio separato, compresi gli eventuali apporti di terzi;
- i criteri adottati per la imputazione degli elementi comuni di costo e di ricavo;
- il regime di responsabilità corrispondente.

Si ricorda che, ai sensi dell'art. 2447 *septies*, co. 4, la società potrebbe aver assunto una responsabilità illimitata per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare e che, in tal caso, l'impegno assunto deve essere specificatamente indicato in calce allo stato patrimoniale. Inoltre, nella nota integrativa debbono essere determinati i criteri utilizzati per la sua valutazione.

Tali disposizioni sono infatti richiamate espressamente dalle norme sul contenuto dello stato patrimoniale e della nota integrativa rispettivamente all'art. 2424, co. 4, e all'art. 2427, n. 20.

Nel momento in cui l'affare è realizzato, oppure è divenuto impossibile oppure in caso di fallimento della società e in tutti gli altri casi di cessazione del patrimonio destinato previsti nella deliberazione costitutiva del patrimonio destinato, gli amministratori – ovvero il consiglio di gestione – redigono un rendiconto finale che, insieme ad una relazione del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione contabile, deve essere depositato presso l'ufficio del registro delle imprese (art. 2447 *novies*).

Con quest'ultimo adempimento si rende pubblica la cessazione del patrimonio destinato con la conseguenza che, qualora non siano state integralmente soddisfatte le obbligazioni contratte per lo svolgimento dello specifico affare, i creditori possono chiedere la liquidazione del patrimonio separato, mediante lettera raccomandata da inviare alla società entro tre mesi dal deposito del rendiconto finale.

Nella liquidazione del patrimonio separato si dovranno applicare, per quanto compatibili, le norme sulla liquidazione della società (art. 2484 e ss.).

Come è stato correttamente affermato, la redazione del rendiconto finale impedisce che il patrimonio separato torni nel patrimonio sociale generale e consente ai creditori dell'affare di tutelarsi mantenendo il proprio privilegio sul patrimonio destinato.

Come è ovvio, anche a seguito del fallimento della società, salvo il caso della assunzione di una responsabilità illimitata della società, i creditori del patrimonio destinato possono soddisfarsi esclusivamente sull'entità del patrimonio destinato così come accertata a seguito della procedure di liquidazione.

Infine, la norma aggiunge che sono comunque salvi, con riferimento ai beni e ai rapporti compresi nel patrimonio destinato, i diritti dei creditori previsti dall'art 2447 *quinquies*. Se ne è dedotto che, una volta riconfuiti nel patrimonio sociale, i beni restano comunque vincolati al soddisfacimento privilegiato dei creditori dell'affare cui erano dedicati; fattispecie questa che ricorrerebbe laddove la liquidazione non sia stata effettuata in modo corretto o completo.

5. LA DISCIPLINA DEI FINANZIAMENTI DESTINATI AD UNO SPECIFICO AFFARE

La separazione patrimoniale può riguardare, anziché beni già esistenti nel patrimonio societario, anche proventi futuri. Ciò si verifica, come precedentemente accennato, quando la società utilizza per la realizzazione dell'affare finanziamenti di terzi.

Come è stato osservato dalla relazione governativa in questo secondo modello “*ovviamente una separazione patrimoniale sussiste esclusivamente a livello dei proventi nella fase di incasso, e di eventuali giacenze presso la società prima del versamento al finanziatore devono essere e restare distinti dall'intero suo patrimonio*”.

La disciplina dettata dal legislatore delegato per i finanziamenti destinati ad uno specifico affare è, in effetti, più attenta ai profili finanziari e decisamente più snella, essendo invero tutta contenuta negli artt. 2447 *bis*, lett. *b*) e 2447 *decies ex d.lgs. n. 6/2003*.

5.1. Contratto di finanziamento

La costituzione del patrimonio separato avviene in forza di un contratto di finanziamento destinato ad uno specifico affare. In tale contratto la società e il terzo finanziatore possono convenire che al rimborso parziale o totale del finanziamento siano destinati, in via esclusiva, tutti o parte dei proventi dell'affare stesso (art. 2447 *decies*, co. 1, ex d.lgs. n. 6/2003).

Il contratto di finanziamento destinato ad uno specifico affare, ai sensi dell' art. 2447 *decies*, co. 2, deve contenere:

- a) *una descrizione dell'operazione che consenta di individuarne lo specifico oggetto, le modalità ed i tempi di realizzazione, i costi previsti ed i ricavi attesi;*

La descrizione dello specifico affare al quale sono destinati i finanziamenti dei terzi non si esaurisce nella presentazione del *core business*, ma deve anche fornire adeguate informazioni in ordine a tempi, modalità, costi e ricavi attesi. Indubbiamente questi sono gli elementi che caratterizzano l'intera operazione e su cui si fonda l'adesione del finanziatore.

- b) *il piano finanziario dell'operazione, indicando la parte coperta dal finanziamento e quella a carico della società;*

Il *business plan* deve essere integrato dall'analitico piano finanziario dell'operazione completo dei flussi di cassa e dell'indicazione della parte di rimborso a carico della società. Al fine di non limitare la fruibilità del nuovo istituto, si prevede l'eventualità che la società si faccia in parte carico sia del rimborso del finanziamento sia della realizzazione dell'affare anche offrendo a tal fine specifiche ulteriori garanzie (lett. d) e g)).

Si ritiene, infatti, poco probabile che la realizzazione di un singolo affare consenta il rientro dell'intero investimento finanziario, a meno che si tratti di un investimento di lunga durata.

- c) *i beni strumentali necessari alla realizzazione dell'operazione;*

A differenza di quanto avverrebbe con la costituzione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare, i beni strumentali – ovvero i beni utilizzati dalla società per lo svolgimento dell'affare oggetto del finanziamento – non entrano a far parte del patrimonio separato, ma sono comunque vincolati alla realizzazione dello specifico affare. Pertanto essi dovranno essere specificatamente individuati nel contratto di finanziamento e, inoltre, nella nota integrativa dovrà essere indicato per ciascun bene l'esistenza del vincolo (art. 2447 *decies*, co. 8). Dal corretto adempimento di tali previsioni la legge fa discendere un'importante conseguenza: sino al rimborso del finanziamento o al decorso del tempo massimo di rimborso, di cui alla lett. h), i beni strumentali vengono sottratti al regime ordinario dei beni appartenenti alla società, tanto è vero, che ai creditori sociali viene attribuito il solo diritto di esercitare su di essi azioni conservative a tutela delle loro pretese, non potendoli dunque distogliere dall'operazione stessa (art. 2447 *decies*, co. 4).

- d) *le specifiche garanzie che la società offre in ordine all'obbligo di esecuzione del contratto e di corretta e tempestiva realizzazione dell'operazione;*

Il contratto deve indicare anche l'elenco delle specifiche garanzie, dirette o indirette, offerte dalla società.

e) *i controlli che il finanziatore, o soggetto da lui delegato, può effettuare sull'esecuzione dell'operazione;*

Al finanziatore è dunque riconosciuto un potere di controllo sull'andamento dell'affare, le cui modalità di esercizio saranno stabilite dalle parti stesse.

f) *la parte dei proventi destinati al rimborso del finanziamento e le modalità per determinarli;*

Il contratto deve inoltre prevedere un piano di rimborso del finanziamento, con specifica misura del tempo e delle modalità.

g) *le eventuali garanzie che la società presta per il rimborso di parte del finanziamento;*

Si dovrà specificare, inoltre, l'esistenza di specifiche garanzie apprestate dalla società per il rimborso del finanziamento.

h) *il tempo massimo di rimborso, decorso il quale nulla è più dovuto al finanziatore.*

Alla restituzione di quanto corrisposto dai finanziatori viene apposto un termine, alla scadenza del quale la società è liberata da ogni pretesa.

Seppure nelle norme si faccia riferimento al "rimborso" del finanziamento, affinché l'istituto in esame possa avere una qualche convenienza economica si ritiene che in esso debba essere compreso un tasso di remunerazione proporzionale all'alea dell'operazione negoziale.

5.2. *Regime di pubblicità e tutela dei creditori*

I proventi dell'operazione costituiscono patrimonio separato all'adempimento di due condizioni essenziali:

- il deposito di copia del contratto per l'iscrizione presso l'ufficio del registro delle imprese;
- l'adozione di sistemi di incasso e di contabilizzazione idonei ad individuare in ogni momento i proventi dell'affare ed a tenerli separati dal restante patrimonio della società.

Una volta eseguiti tali adempimenti, si realizza la separazione del patrimonio ove confluiranno i proventi, insieme ai frutti, derivanti dallo specifico affare, nonché i proventi e i frutti degli investimenti eventualmente effettuati in attesa del rimborso dei finanziatori.

La predisposizione di una "*contabilità finanziaria separata*" per la gestione dei costi e dei proventi derivanti dal finanziamento destinato ad uno specifico affare è volta ad evitare la confusione dei patrimoni, quello sociale e quello destinato allo specifico affare e, al contempo, permette un immediato controllo sullo svolgimento dello stesso.

Ai sensi dell'art. 2447 *decies*, co. 8, richiamato in tal senso dall'art. 2427, n. 21, nella nota integrativa alle voci di bilancio relative ai proventi, come stabilito anche in ordine ai beni strumentali, dovrà essere indicata la specifica destinazione dei proventi stessi.

Dalla separazione consegue, inoltre, la diversificazione delle categorie dei creditori:

- *i creditori sociali*, i quali non possono vantare alcun diritto sul patrimonio separato costituito dai frutti o proventi comunque derivanti dallo specifico affare, salvo per la parte di utili eventualmente

spettante alla società e l'ipotesi della concessione di specifiche garanzie. Essi, come osservato precedentemente, per assicurare che siano soddisfatte le proprie ragioni, possono esclusivamente esercitare azioni conservative aventi ad oggetto i beni strumentali destinati alla realizzazione dell'affare.

- *i finanziatori dello specifico affare*, per i quali la società risponde nei limiti del patrimonio dedicato allo specifico affare. La garanzia patrimoniale dei finanziatori è infatti costituita dai proventi e dai frutti dell'affare e dai loro eventuali reinvestimenti, mentre è loro preclusa ogni azione sul residuo patrimonio della società.

Solo in caso di fallimento della società – ed è questa un'ulteriore differenza rispetto allo schema del patrimonio destinato ad uno specifico affare – i finanziatori dello specifico affare hanno diritto di insinuarsi al passivo della società, dedotti i proventi dell'operazione (art. 2447 *decies*, co. 6). In sede fallimentare, come osservato in dottrina, il finanziatore può insinuarsi nel passivo per il recupero del credito giovandosi inoltre di una “*sostanziale prededuzione*” dei proventi derivanti dallo specifico affare finanziato. Secondo la dottrina, con questa soluzione viene meno la preclusione che obbliga il finanziatore dello specifico affare a confidare soltanto sui proventi dell'affare e sui loro frutti.

È stato osservato che, in questo modello, il fallimento non esclude necessariamente la realizzazione dell'affare, ed infatti la norma si riferisce al caso in cui “*il fallimento della società impedisce la realizzazione o la continuazione dell'operazione*”. Se ne desume che, ove si ritenga opportuno, il curatore fallimentare possa continuare la gestione dell'affare nell'interesse dei finanziatori allo specifico affare, *in primis*, ed ovviamente per l'eventuale residuo, della procedura.

Infine, contrariamente all'ipotesi prevista dall'art. 2447 *bis*, lett. a), il finanziamento destinato ad uno specifico affare non può essere rappresentato da titoli destinati alla circolazione, se non limitatamente alla possibilità di cartolarizzazione dei crediti già disciplinate dalle leggi vigenti (2447 *decies*, co. 7).

Si preclude, quindi, in tale ambito, la possibilità di creare strumenti finanziari atipici.

6. ALCUNE CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

La disciplina dei patrimoni e dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare pone alcune difficoltà interpretative. È stato infatti notato come nel testo della riforma del diritto societario non abbiano trovato risposta alcuni degli interrogativi che pure erano emersi nel vigore della legge delega.

Ed in particolare, in caso di dissesto, ci si chiede: se l'affare a cui il patrimonio è destinato abbia esito negativo, può l'insolvenza di quest'ultimo ripercuotersi sulla società? Ovvero quando l'affare a cui il patrimonio è destinato abbia esito positivo, ma l'impresa si trovi in difficoltà, può l'eventuale procedura concorsuale non coinvolgere anche il patrimonio dedicato?

Come precedentemente accennato, per rispondere all'ultimo quesito, alla luce delle norme introdotte dal d.lgs. n. 6/2003, occorre distinguere i due istituti poiché diversa è, sul punto, la disciplina.

Nel caso del patrimonio destinato ad uno specifico affare, l'art. 2447 *novies*, co. 4, prevede espressamente fra le cause di cessazione del patrimonio separato il fallimento della società con l'avvertenza che anche in questo caso gli amministratori sono tenuti a redigere il rendiconto finale dell'affare. Salvo il caso dell'assunzione di una responsabilità illimitata della società, la funzione del rendiconto finale è proprio quella di distinguere il patrimonio su cui hanno diritto di rivalersi esclusivamente i creditori del patrimonio destinato dal residuo patrimonio sociale, aggredibile dai creditori generali. Come è ovvio, una volta soddisfatta la categoria di creditori del patrimonio destinato, qualora residuino attività, queste confluiranno nella massa fallimentare a vantaggio dei suoi creditori.

Il diverso tenore letterale dell'art. 2447 *decies*, co. 6, in materia di finanziamenti destinati ad uno specifico affare fa ipotizzare, invece, l'ammissibilità della continuazione dell'affare da parte del curatore fallimentare. Se così fosse, significherebbe che in questo modello al fallimento della società non deve seguire necessariamente la liquidazione del patrimonio separato.

Più arduo rispondere al primo quesito.

Secondo alcuni, l'affare speciale non fortunato potrebbe giustificare non solo una sua autonoma soggezione al fallimento del patrimonio separato ma addirittura l'estensione della procedura di dissesto alla società nel suo complesso.

Si perverrebbe così all'introduzione nel nostro ordinamento di una fattispecie del tutto nuova in cui la liquidazione concorsuale di tipo fallimentare, prescindendo dallo stato di insolvenza della società, riguarda una parte soltanto del suo patrimonio oppure un'impresa *in bonis*.

Critiche sono state mosse, però, alla prospettata fallibilità del patrimonio separato.

Salvo il caso in cui la società abbia assunto responsabilità illimitata nei confronti dei creditori dello specifico affare, poiché allora le perdite dell'affare potrebbero essere sintomo dell'insolvenza della società, si osservava – già all'indomani della legge delega – che è quantomeno dubbio che nel nostro ordinamento si possa concepire la fallibilità di un patrimonio e non di un imprenditore: è, dunque, eventualmente ipotizzabile il fallimento in estensione della società che gestisce il patrimonio separato, ma non il fallimento del patrimonio destinato oppure del finanziamento destinato.

Con la riforma poi si è chiarito che la separazione patrimoniale, tratto comune dei due istituti in esame, conduce ad un regime di autonomia sul piano della responsabilità.

Se, dunque, appare poco corretto parlare di un'autonomia patrimoniale perfetta, perché sul piano dell'imputazione – ovvero della titolarità – delle posizioni soggettive queste devono essere riferite necessariamente alla società, non vi è dubbio che la separazione dei patrimoni, operando a livello di responsabilità, permette alla società di diversificare il rischio d'impresa affrontato. Sembra dunque coerente a tale impostazione ed a tale finalità consentire ai creditori del patrimonio separato di richiedere esclusivamente la liquidazione – e di soddisfarsi in via di principio solo sull'entità – del patrimonio separato destinato ad uno specifico affare e precludere loro ogni azione nei confronti del patrimonio sociale.

I patrimoni ed i finanziamenti destinati ad uno specifico affare nella riforma del diritto societario

L'andamento negativo dello specifico affare non dovrebbe, dunque, costituire presupposto dell'insolvenza della società poiché il verificarsi di tale circostanza rientra nell'*alea* stessa dell'operazione economica sottesa ai patrimoni e ai finanziamenti destinati ad uno specifico affare.

Nel silenzio della legge, resta aperto, infine, il problema della riducibilità del patrimonio separato, parallelamente a quanto avviene al capitale della società. Si presume, invero, che l'istituto sia ammissibile e che, dunque, siano applicabili in via analogica le disposizioni contenute nell'art. 2445.

Un'ultima notazione.

Sebbene spesso vengano accostati dalla dottrina, è opportuno osservare i tratti differenziali tra i patrimoni ed i finanziamenti destinati e le azioni correlate.

L'assimilazione, come ha osservato autorevole dottrina, è suggerita dalla circostanza che entrambi gli istituti sono volti ad agevolare l'acquisizione di risorse finanziarie e sono caratterizzati del decisivo tratto della "*settorialità*" ovvero del loro collegamento con settori specifici dell'attività sociale o addirittura con specifici affari.

Non vi è dubbio, però, che il rapporto fra patrimoni e finanziamenti destinati, da una parte, ed azioni correlate, dall'altra, sia di incompatibilità.

L'art. 2350 prevede, infatti, che "*fuori dai casi di cui all'art. 2447 bis*" la società possa emettere azioni che si caratterizzano per l'attribuzione di diritti patrimoniali collegati ai risultati dell'attività sociale in un dato settore. Ciò non toglie che "*il sottoscrittore di azioni correlate sia socio a tutti gli effetti*" e che i suoi titoli rappresentano in ogni caso una parte del capitale sociale. Tanto più che il socio non sarà in assoluto insensibile ai risultati complessivi della società, poiché la remunerazione dell'investimento effettuato dal socio è subordinata al fatto che la società, senza distinzione di settore, abbia conseguito un utile distribuibile. In conclusione, la particolarità di questa innovativa tipologia di azioni è data esclusivamente dalla circostanza che il diritto agli utili che esse attribuiscono è commisurato ai risultati di un determinato comparto dell'impresa e non a quelli di tutta l'impresa.

Col ricorso ai patrimoni e finanziamenti destinati, invece, si circoscrive la responsabilità della società per le obbligazioni inerenti allo specifico affare nei limiti della consistenza del patrimonio oppure dei proventi derivanti dal finanziamento. Un'ulteriore diversità riguarda il fatto che per i patrimoni destinati ad uno specifico affare si prevede soltanto l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione all'affare, non altrimenti specificati.

7. TABELLA DI SINTESI

Di seguito riepiloghiamo le caratteristiche principali dei patrimoni separati e dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare.

Patrimonio destinato	Finanziamento destinato
Atto di costituzione	
<p><i>Deliberazione del C.d.A.:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - descrizione dell'affare al quale è destinato il patrimonio - indicazione dei beni e rapporti giuridici compresi nel patrimonio - piano economico-finanziario - eventuali apporti di terzi - modalità di controllo sulla gestione e di partecipazione ai risultati dell'affare - possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione dell'affare - nomina di una società di revisione - regole di rendicontazione dell'affare 	<p><i>Contratto:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - descrizione dell'operazione - indicazione del piano finanziario - indicazione dei beni strumentali necessari alla realizzazione dell'operazione - garanzie in ordine all'obbligo di esecuzione dell'operazione - controlli effettuabili dal finanziatore - indicazione della parte dei proventi destinati al rimborso del finanziamento e modalità di determinazione - garanzie in ordine al rimborso del finanziamento - tempo massimo di rimborso
Pubblicità	
Deposito ed iscrizione della deliberazione nel Registro delle Imprese	Deposito ed iscrizione del contratto nel Registro delle Imprese
Diritti dei creditori	
<p><i>Creditori sociali:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - possono opporsi alla deliberazione entro due mesi dall'iscrizione della deliberazione nel Registro delle Imprese - non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato né, salvo che per la parte spettante alla società, sui frutti o proventi da esso derivanti <p><i>Creditori dello specifico affare:</i> possono rivalersi solo sui beni del patrimonio destinato</p>	<p><i>Creditori sociali:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - non sono ammesse azioni sui proventi e frutti dell'affare e sui loro eventuali reinvestimenti - possono esercitare azioni conservative aventi ad oggetto i beni strumentali destinati alla realizzazione dell'affare. <p><i>Finanziatori dello specifico affare:</i> possono rivalersi solo sui proventi e i frutti dell'affare e sui loro eventuali reinvestimenti</p>
Libri obbligatori e altre scritture contabili	
<ul style="list-style-type: none"> - tenuta separata dei libri e delle scritture contabili - indicazione degli strumenti finanziari emessi in un libro indicante le caratteristiche, l'ammontare di quelli emessi ed estinti, le generalità dei titolari, i trasferimenti e i vincoli ad essi relativi 	<ul style="list-style-type: none"> - adozione di sistemi di incasso e di contabilizzazione idonei ad individuare in ogni momento i proventi dell'affare ed a tenerli separati dal restante patrimonio della società
Bilancio	
<ul style="list-style-type: none"> - <i>nello stato patrimoniale:</i> distinta indicazione dei beni, dei rapporti giuridici del patrimonio destinato e dell'eventuale assunzione di responsabilità illimitata - <i>in nota integrativa:</i> indicazione del valore e tipologia dei beni e rapporti giuridici del patrimonio destinato; criteri adottati per l'imputazione di costi e ricavi; regime di responsabilità corrispondente e criteri di valutazione dell'impegno derivante dall'assunzione di responsabilità illimitata - <i>nel rendiconto allegato al bilancio:</i> descrizione dell'attività svolta 	<ul style="list-style-type: none"> - <i>in nota integrativa:</i> indicazione della destinazione dei proventi e dei vincoli sui beni strumentali in corrispondenza delle voci di bilancio relative ai proventi e ai beni strumentali stessi

FONDAZIONE ARISTEIA – Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti

Via Torino 98 – 00184 Roma

Tel. 06/4782901 – Fax 06/4874756 – www.aristeia.it

