

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO

Studio n. 4-2006 / I

In tema di *warrants*

Approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 24 marzo 2006

1. Nozione

Il termine *warrant* identifica, nella prassi societaria corrente, una opzione (normalmente incorporata in un titolo), per la sottoscrizione di azioni.

Questa nozione esige tuttavia una specificazione, intesa - fra l'altro - a distinguere la posizione soggettiva del portatore del *warrant* da quella stabilita all'art. 2441 1° comma c.c., cioè il diritto di opzione legalmente spettante ai soci della società per azioni in caso di aumento del capitale sociale a pagamento; il *warrant* é, infatti:

- a) opzione di carattere contrattuale e
- b) può consentire, in alternativa alla sottoscrizione di azioni di nuova emissione, l'acquisto di azioni già emesse, di proprietà della società o di terzi.

Le due caratteristiche - certamente idonee al distinguo rispetto all'opzione spettante al socio, ai sensi della norma anzidetta - implicano conseguenze applicative importanti.

Per altro verso é rilevante notare che la normativa nazionale (primaria e secondaria) - al contrario delle direttive comunitarie - non disciplina lo strumento del *warrant* (se non per generici riferimenti a titoli che permettono "di acquisire" altri strumenti finanziari [art.1, comma 2 lettera e) del TUF, art. 2 lettera D del Regolamento Emittenti di cui alla Delibera Consob 11971 del 14 maggio 1999] ovvero - con riferimento alle operazioni di fusione e scissione - nel prevedere, nel contesto dei relativi progetti, il trattamento riservato a "portatori di titoli diversi dalle azioni").

La carenza normativa incentiva l'interesse dell'operatore, vuoi per l'esigenza di stabilire convenzionalmente la disciplina dell'opzione (nel rispetto, peraltro, della

legislazione applicabile alle singole vicende in cui l'emissione e l'esercizio del *warrant* va a concretarsi), vuoi perché lo strumento - proprio a ragione della mancanza di una rigida disciplina legislativa - si presta ad una pluralità di configurazioni concrete, e così ad utilizzi pratici tra loro diversi.

2. Funzioni del warrant

Il *warrant* é comunque connotato, nelle varie configurazioni sopra accennate, dal carattere di *strumentalità* rispetto alla finale acquisizione azionaria.

In altri termini, é costante la funzione di consentire, al suo portatore, l'acquisto, in futuro, di azioni.

Questa caratteristica, o funzione, di carattere generale, si accompagna e va a realizzare intenti empirici di vario contenuto: questi intenti, secondo le più diffuse opinioni, possono fra l'altro consistere:

- 1) nella mera dilazione dei tempi dell'investimento in azioni (posto che tra il momento dell'assegnazione del *warrant* ed il suo esercizio, cioè la sottoscrizione ovvero l'acquisto dell'azione, intercorre normalmente un lasso di tempo);
- 2) nella finalità di incentivare l'acquisto di altro strumento finanziario (obbligazione o azione) cui il *warrant* é abbinato;
- 3) nella finalità di consentire forme di fidelizzazione e incentivazione dei collaboratori dell'impresa;
- 4) nella finalità di riequilibrare situazioni di precedente *sacrificio* del diritto di opzione di cui all'art. 2441 1° comma c.c.;
- 5) nella finalità di agevolare, nelle società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione presso un mercato regolamentato, la ricostituzione del flottante venuto meno, cioè la diffusione dell'azionariato in misura adeguata rispetto alle speciali legislazioni che fissano i requisiti per l'ammissione ed il mantenimento della quotazione.

Rispetto a ciascuna di queste funzioni é possibile qualche breve annotazione.

La prima situazione (dilazione dei tempi dell'investimento) é da ritenersi conaturata ad una assegnazione del *warrant* a titolo oneroso: la società incassa, al momento dell'emissione del "buono di sottoscrizione", una determinata somma, che assume a fondo perduto ovvero in conto del versamento a liberazione dell'azione eventualmente sottoscritta, in futuro.

L'investitore ha così modo di assicurarsi il diritto a sottoscrivere/acquistare - a determinate (vantaggiose) condizioni - future azioni, e la società incassa - in via anticipata rispetto al perfezionamento dell'aumento di capitale - una prima parte

dell'utilità complessivamente riveniente dalla operazione.

La seconda situazione (emissione abbinata ad altro strumento finanziario) ricorre allorché la società, nel lanciare una emissione azionaria ovvero obbligazionaria, aggrega al rilascio di questi strumenti il "buono" a sottoscrivere - a determinate (sempre vantaggiose) condizioni - azioni rivenienti da un (altro) aumento del capitale sociale.

La terza ipotesi (rispetto alla quale la cartolarizzazione dell'opzione contrattuale è meno probabile, secondo quanto appresso esposto) ricorre in connessione all'approvazione di piani di incentivazione e fidelizzazione dei dipendenti e dei vari collaboratori della impresa.

Essi sono infatti destinatari, normalmente a titolo gratuito, di opzioni per sottoscrivere azioni; queste opzioni (stante la finalità dell'intera operazione) sono normalmente incedibili, e da ciò deriva l'"inutilità" dell'inglobamento in un documento.

La quarta situazione presenta aspetti applicativi particolarmente interessanti, anche con riferimento a probabili profili di *ristrutturazione dell'impresa in crisi*; potrà trattarsi di impresa di grandi dimensioni (addirittura di società *aperta*, ed in tale caso la situazione potrà coincidere con quella indicata *sub* 5), ovvero anche di società *chiusa*, di minori dimensioni.

L'emissione dell'opzione contrattuale, in tali casi, può sostanzialmente conservare legittimità a situazioni di (formale) sacrificio del diritto di opzione *classico*, cioè quello previsto dall'art. 2441, 1° comma c.c..

Si pensi più precisamente (ma pur sempre a titolo di esempio, rispetto ad una casistica certamente eterogenea, secondo quanto consentito dall'atipicità dello strumento) alla situazione in cui la società, nel varare una manovra di ricapitalizzazione ai sensi dell'art. 2447 c.c., si trovi impossibilitata - in linea di fatto ovvero di diritto - a rispettare l'obbligo della rituale offerta in opzione dell'aumento ai soci.

L'impossibilità di fatto potrebbe maturare dalla esigenza di realizzare il perfezionamento della ricapitalizzazione in tempi più stretti rispetto a quelli previsti per l'aumento da concedersi in opzione; l'impossibilità di diritto si potrebbe realizzare invece allorché la ricapitalizzazione determini la fattispecie della sollecitazione all'investimento, e quest'ultima resti impedita da circostanze oggettive (mancanza di parere o parere negativo sul bilancio da parte della società di revisione [art. 96 TUF], ovvero mancato rilascio del relativo nulla osta da parte della Consob).

In tutti questi casi - nei quali (anche tenuto conto della disciplina vigente in tema di *srl*, di cui al primo comma, secondo periodo dell'articolo 2481 *bis* c.c.) un definitivo sacrificio dell'opzione sarebbe particolarmente delicato, avuto riguardo alla concomitante riduzione del capitale sotto il minimo legale, con probabile azzeramento dello stesso e così delle partecipazioni dei soci - l'intero collocamento dell'aumento a favore di uno (o più) investitori disposti alla ricapitalizzazione può tro-

vare sostanziale compenso allorché ai soci originari vengano gratuitamente assegnate opzioni (*warrants*), intese al futuro riequilibrio (quantomeno parziale) delle precedenti partecipazioni al capitale.

Il *warrant*, in tale caso, potrà essere emesso dalla società - con riferimento ad ulteriore aumento contestualmente lanciato, con l'effetto di un riequilibrio solo parziale - ovvero dall'investitore che ha effettuato la ricapitalizzazione, a valere sulle azioni dal medesimo già sottoscritte.

Naturalmente l'esercizio del *warrant*, nel caso sopra ipotizzato di impedimento alla sollecitazione all'investimento, potrà avere luogo solo al momento del venir meno di tale impedimento.

3. Warrant come buono di sottoscrizione e warrant come buono di acquisto

La fattispecie da ultimo indicata attesta, in modo paradigmatico, la distinzione tra *warrants* che consentono la sottoscrizione di azioni di nuova emissione e *warrants* che invece consentono di acquistare azioni già in circolazione.

Nel caso appena descritto, in realtà, la distinzione - almeno da un punto di vista economico - è piuttosto sfumata, da momento che le azioni offerte ai soci (originari) dal loro sottoscrittore (l'investitore che esegue integralmente l'aumento) sono di emissione *recente*.

Invero, questa situazione si accentua allorché il buono d'acquisto non riguardi azioni rivenienti da un (non lontano nel tempo) aumento del capitale sociale, bensì azioni in circolazione, senza necessaria connessione rispetto ad operazioni straordinarie sul capitale.

E' il caso, certamente, in cui il *bene ultimo* che il *warrant* consente di acquisire sia rappresentato da azioni in portafoglio della società, da ricollocarsi per una delle finalità (incentivazione del personale che collabora, stimolo al collocamento di altri prodotti finanziari "abbinati ", ecc.) sopra indicate.

4. Competenza all'emissione del warrant; rapporto fra emissione del warrant e delibera di aumento del capitale a servizio

Si è detto in apertura che l'opzione portata dal *warrant* ha natura contrattuale, volendosi con ciò intendere che la sua emissione non è vicenda di carattere ontologicamente societario, bensì più prossima a *fatti gestori*, pur in senso lato concepiti.

Nei precedenti paragrafi, inoltre, si è avuto modo di constatare che il *warrant* potrebbe essere rilasciato (ad esempio nella situazione di ristrutturazione della im-

presa in crisi) anche da soggetti diversi dall'emittente le azioni, ovvero in situazioni di totale affrancamento da qualsivoglia operazione sul capitale.

Quanto precede induce ad affermare, con sufficiente sicurezza, che l'emissione del *warrant* non appare, in linea di massima, competenza necessaria ed ineludibile dell'assemblea straordinaria, bensì che essa possa spettare (anche) all'organo normalmente deputato alla contrattualistica in nome e per conto della società, cioè all'organo amministrativo.

Questa affermazione, per altro verso, trova ora valida sponda nei contenuti della riforma introdotta con il decreto 6/2003, avuto riguardo sia alla normale competenza degli amministratori in materia di emissione di obbligazioni ordinarie, sia al più ampio perimetro del concetto di "gestione", suscettibile infatti di ricomprendere - in presenza di adeguate previsioni statutarie - anche materie finora ritenute di stretta competenza assembleare (talune fusioni e scissioni, e le ulteriori fattispecie di cui all'art. 2365 cc.).

E non sembra possibile distinguere, sotto tale profilo, tra *warrants* (buoni di acquisto) che consentono di acquisire azioni già in circolazione e *warrants* (buoni di sottoscrizione) che consentono il conseguimento di azioni di nuova emissione.

Anche l'emissione di questi ultimi, in altri termini, potrà avere luogo per decisione dell'organo di amministrazione, salvo forse il caso in cui la competenza assembleare non sia supportata da motivazioni di carattere logico (si pensi all'emissione di *warrants* in abbinamento ad azioni di compendio ad altro aumento di capitale, contestualmente lanciato), e salva altresì la necessità di indagare in che misura questa competenza potrà essere messa in discussione, relativamente alla materia della incentivazione e fidelizzazione dei collaboratori, dal nuovo articolo 114 *bis* del TUF, applicabile in ogni caso alle sole società quotate.

Al di fuori di questi casi è quindi possibile che l'organo amministrativo - senza l'intervento del notaio a verbalizzare, difettandone ogni presupposto - deliberi l'emissione di *warrants* idonei alla sottoscrizione di azioni derivanti da un aumento del capitale sociale deliberato o – secondo quanto appresso precisato – ancora *da deliberarsi* in assemblea (ovvero da esso medesimo, ai sensi dell'art. 2443 cc.).

Resta naturalmente fermo che la deliberazione di aumento del capitale sociale dovrà rispettare ogni principio di legge (e così, ad esempio, essere validamente assunta a termini dell'art. 2441, commi V e VI, ove i *warrants* siano destinati a soggetti non soci) e - più generalmente - dovrà nei suoi vari contenuti essere coerente con la disciplina dei *warrants*: per esempio in relazione alla necessaria coincidenza tra termini per l'esercizio di questi ultimi e termine ultimo per la sottoscrizione, ai sensi dell'art. 2439 secondo comma cc; inoltre la delibera di aumento dovrà necessariamente prevedere il carattere della scindibilità (a ragione della necessaria tutela dell'interesse all'esercizio *anche di un singolo warrant*).

La possibilità - sopra accennata - che la emissione dei *warrants* preceda la delibera di aumento del capitale sociale deve misurarsi con la disciplina delle obbligazioni convertibili; l'art. 2420 *bis*, infatti, prevede che in caso di loro emissione, la stessa delibera provvede all'aumento del capitale sociale, a servizio della conversione.

Se la norma venisse considerata espressione di un principio sistematico di *insostenibilità* della emissione (attuale) di titoli capaci di procurare l'acquisto di azioni allo stato non *deliberate*, si potrebbe dubitare della validità di una sequenza cronologica che non vedesse, quantomeno, la contemporaneità tra emissione del *warrant* e delibera di aumento del capitale sociale; la dottrina più attenta, tuttavia, ha rilevato che, in materia di obbligazioni convertibili, l'esigenza di contestualità appare essere affermata per motivi di mera protezione degli interessi dell'obbligazionista, e non in nome di un principio, quale sopra accennato, della cui valenza è lecito dubitare fortemente.

La stessa dottrina ha notato, inoltre, che l'obbligazionista è *anche creditore pecuniario* della società, e questo giustifica che la norma disponga nel senso di volerne garantire la tutela nei termini più certi.

La natura contrattuale del *warrant*, di contro, *in una* con la carenza di legislazione di riferimento, sembra consentire che la relativa disciplina sia organizzata su basi del tutto convenzionali: anche sotto questo profilo, perciò, appare accettabile che le delibere di emissione dei due strumenti finanziari non debbano essere assistite da necessarie precedenza o contestualità.

Per altro verso l'esigenza che la società non abbia a soffrire responsabilità di natura contrattuale (e che gli amministratori non incorrano in responsabilità personali), per il caso che all'emissione dei *warrants* non segua poi l'adeguata delibera di aumento del capitale sociale, è elemento che può certamente indurre a qualche opportuna cautela; cautela suscettibile di concretarsi (ove il raggiungimento delle maggioranze assembleari necessarie per l'aumento non sia del tutto certo) fino alla complessiva subordinazione dell'assegnazione dei *warrants* alla approvazione della delibera di aumento del capitale sociale; con la necessità di verificare che, nel caso concreto, la condizione non sia da qualificarsi come meramente potestativa.

5. Tutela del portatore del warrant

Gli argomenti brevemente trattati al precedente punto inducono ad una pur rapida trattazione della posizione del portatore del *warrant* nel periodo antecedente il suo esercizio, cioè la sottoscrizione ovvero l'acquisto azionario.

Ci si intende riferire, naturalmente, alla incidenza che, su tale posizione, assumono operazioni straordinarie *medio tempore* realizzate, quali aumenti del capi-

tale, riduzioni dello stesso, fusioni, scissioni, ecc., e così dei rimedi intesi alla salvaguardia della posizione stessa.

Il parallelismo con la materia delle obbligazioni convertibili è solo parzialmente adeguato, per i motivi sopra chiariti; se è vero infatti che il portatore del *warrant*, al pari dell'obbligazionista convertibile, gode di una legittima aspettativa sulla futura emissione azionaria e sulla relativa valorizzazione, non solo per questo al primo soggetto possono considerarsi spettanti, in via diretta, le cautele che l'ordinamento dispone in tema prestito convertibile.

In realtà, il portatore del *warrant* – aldilà del ricorso a rimedi di carattere generale, che pure non possono essere esclusi – godrà delle tutele accordate dalla società sulla base del relativo regolamento contrattuale.

Queste cautele si potranno sostanziare secondo criteri diversi, con probabile fonte di ispirazione nella più volte accennata disciplina delle obbligazioni convertibili. Il *grado* di tutela del portatore del *warrant* sarà peraltro assai probabilmente strutturato anche sulla base delle singole situazioni, rilevando certamente, ad esempio, circostanze quali la gratuità o meno dell'assegnazione del *warrant*.

La complessiva tutela dovrà, in termini generali, mirare alla salvaguardia dei valori patrimoniali stimati come conseguibili all'atto della assegnazione del *warrant*, non trascurando tuttavia di considerare, peraltro con massima prudenza, le recenti indicazioni giurisprudenziali (Trib. Ivrea, 1 settembre 2005, n. 329) che riconosceranno al *warrant* la natura di strumento finanziario caratterizzato da un'*alea* intrinseca.

Le concrete modalità redazionali delle clausole di tutela possono, come si diceva, trarre ispirazione dalla materia delle obbligazioni convertibili; l'eterogeneità del relativo contenuto non ne consente, in questa sede, una rassegna, stante i limiti della trattazione; meritano, tuttavia, di essere chiariti due aspetti di sicura rilevanza. Da un lato sembra da escludere, quantomeno in termini generali, che al portatore del *warrant* possa essere accordato, come invece è per l'obbligazionista con diritto di conversione, un vero e proprio diritto di *opzione* sui futuri aumenti del capitale a pagamento: il riconoscimento di questa prerogativa, infatti, determinerebbe implicita limitazione nei confronti degli aventi diritto, per legge, all'opzione stessa, vale a dire soci e eventuali obbligazionisti convertibili.

Per altro verso, è bene notare che, quando si tratti di *buono di sottoscrizione*, il contenuto del regolamento del *warrant*, nella parte in cui prevede queste cautele, potrà effettivamente realizzare la piena tutela del suo portatore solo se la delibera di aumento del capitale sociale sia stata già assunta, e risulti impostata in modo tale da adeguarsi, nei suoi contenuti, alla futura eventualità presa in considerazione (a titolo di esempio, qualora il regolamento prevedesse riduzione del prezzo di sottoscrizione al maturare di determinati eventi, questa riduzione dovrà risultare ap-

provata dall'assemblea fin dal momento della approvazione dell'aumento stesso).

Viceversa, nel caso in cui la delibera di aumento non sia stata ancora assunta, ovvero sia stata assunta senza prevedere questi adeguamenti, la tutela dei portatori di *warrants* potrebbe ritenersi limitata all'impegno, da parte della società, a sottoporre all'organo assembleare le modificazioni dell'emissione azionaria indotte dalla applicazione del regolamento, pur non potendosi escludere che queste situazioni generino – in caso di mancata approvazione assembleare – responsabilità di natura contrattuale in capo alla società.

Filippo Zabban

(Riproduzione riservata)