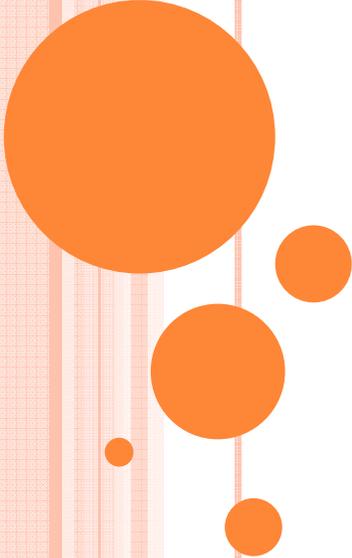


**SCUOLA DI FORMAZIONE ALLA
PROFESSIONE DI DOTTORE
COMMERCIALISTA**

Anno 2014 -2015

**I patti parasociali
nelle società chiuse**



**Stefano Negrini, avvocato
Martedì 10 marzo 2015**



CENNI INTRODUTTIVI

- I patti parasociali: una fattispecie originata dalla prassi
- Originaria posizione della dottrina contraria alla loro invalidità
- Originaria posizione della giurisprudenza
- Legge delega 366/2001 > due principi:
 - Durata
 - Trasparenza

L'ART. 2341 BIS CC

Patti parasociali

I patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società:

- a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano
- b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano
- c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società,

non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza.

Qualora il patto non preveda un termine di durata, ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di centottanta giorni.

Le disposizioni di questo articolo non si applicano ai patti strumentali ad accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo.

L'ACCORDO

1. LA FORMA

Libertà della forma

Accordi parasociali recepibili anche nello statuto

(la maggioranza dei casi: Es. maggioranze qualificate in delibere assembleari, prelazione etc.)

Accordi parasociali prevedibili solo in contratti distinti dallo statuto

(esempio: nelle s.p.a. attribuzione di diritti speciali a singoli soci, art. 2348 cc)

L'ACCORDO
1. LA FORMA

La maggior elasticità dello statuto di Srl
ha incrementato gli spazi negoziali dei pp statutari

Art. 2468 co. 3 cc

“Resta salva la possibilità che l'atto costitutivo preveda
l'attribuzione
a singoli soci di particolari diritti riguardanti
l'amministrazione
della società o la distribuzione degli utili”

L'ACCORDO

2: LE PARTI

- Tra soci
- Tra soci e soggetti terzi
- Tra i soci e la società

L'ACCORDO

3) LA DURATA

- 5 anni, art. 2341 bis cc
- Soluzioni per aggirare il limite di durata nei sindacati di voto
- Applicabilità del limite alle Srl? In ogni caso “ragionevolezza del termine”
- Recesso

L'ACCORDO:

4) L'OGGETTO

Rinvio alle specifiche
tipologie di patti parasociali

L'ACCORDO: ULTERIORI CLAUSOLE

- Organi del sindacato
- *Governance*
- Clausole penali
- Clausole compromissorie

LIMITI DI VALIDITÀ DEI PATTI

Premessa sistematica

necessità dell'esame di ogni specifico patto, con riferimento:

- ai suoi contenuti,
- alla sua specifica causa,
- al tipo di società coinvolta,
- al profilo dei pattisti

LIMITI DI VALIDITÀ DEI PATTI

Cass. 24 maggio 2012, n. 8221

*I patti parasociali, pur vincolando esclusivamente le parti contraenti e non potendo incidere direttamente sull'attività sociale, devono ritenersi **illegittimi** quando **il contenuto dell'accordo si ponga in contrasto con norme imperative o sia idoneo a consentire l'elusione di norme o principi generali dell'ordinamento inderogabili**, ma non quando siano destinati a realizzare un risultato pienamente consentito dall'ordinamento.*

LIMITI DI VALIDITÀ DEI PATTI

ESEMPI DI PATTI NULLI

Impegni al compimento di atti contrastanti con norme imperative di diritto societario

- Patto con cui un sindaco si impegna a non rilevare un illecito commesso dagli amministratori, o anche solo a comportarsi in modo non rispettoso dei suoi doveri di indipendenza;
- Patto con cui un amministratore si impegna a comportarsi in modo contrastante con i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale
- Patti di gestione che comportino l'assunzione di un obbligo giuridico in capo al componente dell'organo amministrativo
- Patto con cui si renda maggiormente gravoso l'esercizio del diritto di recesso riconosciuto dalla legge (validi quelli relativi al recesso statutario)
- Patto leonino (art. 2265 cc)
- Violazione del divieto del patto commissorio
(Trib. Milano, 19 settembre 2011, opzione call gratuita posta a garanzia dell'adempimento di un contratto di fornitura)
- Obbligo di approvare il bilancio di esercizio

SINDACATI DI VOTO E LIMITI DI VALIDITÀ

EX ART. 2341 BIS, CO. 2 LETT. A: QUELLI CHE “HANNO PER OGGETTO L’ESERCIZIO DEL DIRITTO DI VOTO NELLE SOCIETÀ PER AZIONI O NELLE SOCIETÀ CHE LE CONTROLLANO”

Argomenti in base ai quali si è messa in dubbio la loro validità:

- Indebito svuotamento delle funzioni dell’assemblea dei soci
- Frustrazione del principio per cui la determinazione del voto del socio debba liberamente formarsi durante i lavori assembleari

SINDACATI DI VOTO E LIMITI DI VALIDITÀ

- Sindacati di voto deliberanti a maggioranza
 - Dubbi di validità in quanto idonei:
 - a creare maggioranze fittizie in deroga al principio maggioritario;
 - a privare il socio del proprio diritto alla liberazione determinazione del voto
- - Sindacati di voto “a efficacia reale”
 - Patti strutturati in modo tale da impedire ai singoli pattisti di esprimere in assemblea un voto diverso da quello indicato dall’organo del sindacato

SINDACATI DI VOTO E LIMITI DI VALIDITÀ

Il superamento dei limiti di validità dei sindacati di voto in giurisprudenza

- **Corte di Cassazione, Sezione 1 civile**
Sentenza 5 marzo 2008, n. 5963

*I patti di sindacato sono accordi atipici volti a disciplinare, tra i soci contraenti ed in via meramente obbligatoria, con conseguenze meramente risarcitorie, i rapporti interni fra di essi; il vincolo che ne discende opera, pertanto, su di un terreno esterno a quello dell'organizzazione sociale, sicché non è legittimamente predicabile, al riguardo, né la circostanza che al socio stipulante sia impedito di determinarsi autonomamente all'esercizio del voto in assemblea, né quella che il patto stesso ponga in discussione il corretto funzionamento dell'organo assembleare o la formazione del capitale (operando il vincolo obbligatorio così assunto non dissimilmente da qualsiasi altro possibile motivo soggettivo che spinga un socio a determinarsi al voto assembleare o alla gestione della partecipazione in un certo modo), **poiché al socio non è impedito di scegliere il non rispetto del patto di sindacato ogni qualvolta l'interesse ad un certo esito della votazione assembleare o proprio atto negoziale prevalga sul rischio di dover rispondere dell'inadempimento del patto.** (Principio affermato dalla S.C. in materia di cessione di azioni, in violazione del diritto di prelazione convenuto nel patto tra i soci).*

- **Corte di Cassazione, Sezione 1 civile**

Sentenza 30 maggio 2008, n. 14551

La normale funzionalità dell'assemblea non può essere compromessa dalla stipula di patti di sindacato azionario, il cui oggetto è la regolamentazione di particolari modalità di esercizio del diritto di voto da parte degli stipulanti, con efficacia puramente obbligatoria fra i medesimi.

I patti sono accordi atipici volti a disciplinare, in via meramente obbligatoria tra i soci contraenti, il modo in cui dovrà atteggiarsi, su vari oggetti, il loro diritto di voto in assemblea; con la conseguenza che il vincolo, che ne deriva, opera su di un terreno esterno a quello dell'organizzazione sociale (dal che, appunto, il loro carattere "parasociale" e, conseguentemente, l'esclusione della relativa invalidità ipso facto), sicché non è legittimamente sostenibile che il patto stesso ponga in discussione il corretto funzionamento dell'organo assembleare (operando il vincolo obbligatorio così assunto non dissimilmente da qualsiasi altro possibile motivo soggettivo che spinga un socio a determinarsi al voto assembleare in un certo modo), poiché al socio non è in alcun modo impedito di optare per il non rispetto del patto di sindacato ogni qualvolta l'interesse a un certo esito della votazione assembleare prevalga sul rischio di dover rispondere dell'inadempimento del patto.

SINDACATI DI VOTO

OGGETTO

1) Nomina degli organi sociali

a. diritto di designazione diretta da parte dei pattisti

Possibile quale previsione statutaria in ambito di S.r.l. in forza dell'art. 2468 co. 3 cc (v. esempio Alpha S.r.l.)

Modello in accordo di JV

La JVco sarà amministrata da un consiglio di amministrazione costituito da tre membri, di cui due di nomina Alpha ed uno di nomina di Beta.

Il Presidente sarà uno degli amministratori nominati da Alpha.

Il numero dei membri del consiglio potrà esser modificato con il consenso di entrambe le Parti, ferma in ogni caso la maggioranza dei consiglieri di nomina Alpha ed il diritto di Beta a nominarne almeno un terzo.

b. voto di lista

(necessaria previsione nello statuto a pena di invalidità)

SINDACATI DI VOTO

OGGETTO

2) Amministrazione ordinaria (maggioranze qualificate, diritti di veto della minoranza)

- - cessioni di immobili, aziende o ramini di azienda,
- - contrazione di finanziamenti;
- - rilascio di garanzie;
- - approvazione di bilancio, budget e BP
- - distribuzione dividendi e riserve

SINDACATI DI VOTO

OGGETTO

3) Su materie riservate all'assemblea straordinaria:

- modifiche capitale sociale;
- fusioni e scissioni;
- cambiamento oggetto sociale;
- spostamento all'estero della sede sociale;
- liquidazione

I SINDACATI BLOCCO

EX ART. 2341 BIS, CO 2 LETT. B: QUELLI CHE “PONGONO LIMITI AL TRASFERIMENTO DELLE RELATIVE AZIONI O DELLE PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ CHE LE CONTROLLANO”

I. Lock up: divieto di cessione per un determinato termine

“Per i primi 2 (due) anni di durata della Newco le Parti si impegnano a non trasferire le proprie partecipazioni. Il vincolo non è applicabile ai trasferimenti infragruppo, a condizione che il soggetto cessionario assuma per iscritto tutti gli impegni e obblighi della parte di cui a questa scrittura, e detta parte resti comunque obbligata in solido con il cessionario per il puntuale, completo ed esatto adempimento delle obbligazioni qui previste a suo carico”.

Art. 2355 bis cc limiti alla circolazione delle azioni

Co. 1: Nel caso di azioni nominative ed in quello di mancata emissione dei titoli azionari, lo statuto può sottoporre a particolari condizioni il loro trasferimento e può, per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto, vietarne il trasferimento.

II. Divieto di vendita parziale

“Decorso il termine sopra indicato per l'ipotesi in cui la Parti intendano trasferire o comunque disporre delle loro partecipazioni potranno farlo soltanto con riferimento alla loro intera partecipazione salvo diverso accordo scritto tra le Parti”

I SINDACATI BLOCCO

III. Diritto di prelazione

“Fatto salvo quanto previsto all’art. 5 (clausola di gradimento) del presente patto, viene stipulato un diritto di prelazione tra i soci.

Il socio che intende vendere, assegnare, cedere o altrimenti trasferire in altre forme a terzi, a titolo oneroso o gratuito, tutte o una parte delle quote della <...>, dovrà fare pervenire la relativa comunicazione agli altri soci, nelle forme e mezzi previsti dagli articoli seguenti e dallo Statuto.

I soci interessati dovranno dichiarare entro 15 giorni la loro intenzione di acquistare le quote, in proporzione alle quote già possedute.

Se una delle parti non accetta l’offerta, gli altri soci avranno il diritto di acquistare le quote poste in vendita.

Qualora le parti non si accordino sulla valutazione del prezzo, esso sarà determinato da una società di auditing, come ad esempio <...>.

Trascorso inutilmente il termine di 15 giorni di cui sopra, la parte offerente sarà libera di cedere le quote al terzo alle condizioni dell’offerta nei successivi 90 giorni, fermo che il prezzo non potrà essere inferiore o superiore al prezzo individuato e stabilito come da art. 4.4 e salvo quanto previsto all’art. 5 (clausola di gradimento di nuovi soci).

Ciascuna parte che intenda sottoporre le proprie quote a diritti altrui, ad esempio in relazione all’usufrutto o al pegno delle quote stesse, si obbliga ad applicare il presente articolo, offrendo le quote agli altri soci in piena proprietà.

Nel caso in cui una delle parti del presente patto non si sottoponga alle modalità del diritto di prelazione e venda a terzi la propria quota, la stessa sarà obbligata al pagamento della penale di cui al successivo art. 19”

I SINDACATI BLOCCO

IV. Clausola di gradimento

Il mero gradimento: l'art. 2355 co. 2 cc

Esempio clausola parasociale

“Fatto salvo il diritto di prelazione di cui al precedente art. ..., l'ammissione di nuovi soci nella Alpha Spa deve essere approvato per iscritto dalle parti rappresentanti l'80% del capitale sociale e resta subordinata all'accettazione del presente patto parasociale da parte dei nuovi partecipanti”

I SINDACATI BLOCCO

V. I PATTI DI COVENDITA O “TRASCINAMENTO”

V.a: *tag along* o “patto di accodamento”, il socio di maggioranza che intende alienare le proprie partecipazioni è costretto, su volontà dei soci di minoranza, a garantire l’impegno all’acquisto, da parte del terzo acquirente e alle stesse condizioni economiche, anche delle quote di minoranza.

Tutela del socio di minoranza che:

- ha via di uscita al verificarsi di cambiamenti della compagine sociale e non vede “imporsi” un nuovo socio di maggioranza;
- ottiene dalla propria partecipazione di minoranza un “premio di maggioranza”.

I SINDACATI BLOCCO

V. I PATTI DI COVENDITA O “TRASCINAMENTO”

Esempio clausola tag along

- 1. Qualora una delle parti (di seguito il “Socio di maggioranza”) intenda vendere la propria partecipazione in tutto o in parte, ma in modo tale che il risultato finale sia comunque la perdita della maggioranza del capitale della società, a terzi (di seguito il “terzo acquirente”), dovrà essere eseguita la procedura di cui al presente articolo.*
- 2. Il socio di maggioranza dovrà comunicare all'altra parte (di seguito il “socio di minoranza), ovvero a tutti gli altri soci e all'organo amministrativo, mediante fax, confermato con raccomandata a/r inviata presso la sede della società ed al domicilio di ciascun socio risultante dal libro soci, la propria volontà di trasferire al terzo acquirente le proprie azioni, indicando la misura della partecipazione interessata e tutte le condizioni del trasferimento.*

La comunicazione deve contenere le generalità dell'offerente, il prezzo offerto e le condizioni del trasferimento.
- 3. Ogni socio di minoranza interessato all'esercizio del diritto di tag along deve far pervenire al socio comunicante e all'organo amministrativo la dichiarazione di esercizio del diritto di tag along con lettera raccomandata consegnata alle poste non oltre [x] giorni dalla data di spedizione (risultante dal timbro postale) della comunicazione di cui sopra.*
- 4. Successivamente, nel caso in cui venga perfezionato l'accordo tra il socio di maggioranza e il terzo acquirente, quale condizione sospensiva dell'efficacia di tale accordo, il socio di maggioranza dovrà far sì che il terzo acquirente, o altri terzi, presentino al socio di minoranza un'offerta d'acquisto delle loro partecipazioni alle medesime condizioni offerte dal terzo acquirente al socio di maggioranza.*

L'offerta dovrà riguardare una percentuale della partecipazione del socio di minoranza equivalente, in proporzione, alla percentuale di partecipazione relativa al trasferimento tra il socio di maggioranza e il terzo acquirente.

I SINDACATI BLOCCO

V. I PATTI DI COVENDITA O “TRASCINAMENTO”

5. *L’offerta di acquisto dei terzi al socio di minoranza dovrà essere irrevocabile per un periodo di [x] giorni dall’invio dell’offerta stessa, che dovrà avvenire via fax, confermata con raccomandata a / r.*

L’accettazione da parte del socio di minoranza dovrà essere inviata via fax, all’indirizzo indicato nella proposta, entro [x] giorni dalla data di ricevimento, via fax, della proposta.

6. *Decorsi [x] giorni senza che vi sia stata accettazione, per iscritto, da parte del socio di minoranza, le relative offerte da parte del terzo si intenderanno decadute di diritto senza ulteriore comunicazione da parte del terzo offerente.*

7. *Il socio di maggioranza si asterrà in ogni caso dal vendere o comunque trasferire le proprie azioni a favore dell’offerente ove quest’ultimo non accetti di acquistare le azioni degli altri soci di minoranza che abbiano comunicato la propria intenzione di esercitare il diritto di tag along nelle proporzioni come sopra calcolate.*

8. *L’efficacia del trasferimento della partecipazione dal socio di maggioranza al terzo acquirente sarà sospensivamente condizionata allo svolgimento della procedura sopra descritta ed al decorso dei [x] giorni dall’invio dell’offerta dai terzi al socio di minoranza. In violazione di quanto sopra, il trasferimento delle partecipazioni dal socio di maggioranza al terzo acquirente si intenderà inefficace nei confronti della società, che dovrà rifiutare l’iscrizione a libro soci del terzo acquirente, ed, al contempo, il terzo acquirente non sarà legittimato all’esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi.*

I SINDACATI BLOCCO

V. I PATTI DI COVENDITA O “TRASCINAMENTO”

V.b: drag along “patto di trascinamento”, i soci di minoranza saranno obbligati a vendere le loro azioni qualora il socio di maggioranza decida di cedere la propria quota societaria

Finalità: aumentare il valore del pacchetto azionario offrendo la prospettiva, per un acquirente, di poter acquisire l'intero capitale sociale di una società, senza timore di trovare soggetti sgraditi nella compagine sociale, la quale contribuisce ad aumentare il valore delle quote, determinando un “premio di maggioranza” a favore di tutti i soci, compresi quelli di minoranza.

Ordinanza 31 marzo 2008 del Tribunale di Milano legittimità solo a certe condizioni, idonee ad evitare il rischio che l'esercizio di un siffatto diritto si traduca nell'ingiustificata espropriazione del socio di minoranza, o nell'abusiva estromissione dello stesso da parte del socio di maggioranza.

I SINDACATI BLOCCO

V. I PATTI DI COVENDITA O “TRASCINAMENTO”

V.c: bring along (“patto di trascinamento” – diritto a “trascinare”)

simile alla clausola drag along, ma si distingue per i suoi destinatari, che sono esclusivamente i soci di maggioranza. Tale clausola, infatti, è volta a tutelare il socio di maggioranza, che intenda alienare il proprio pacchetto azionario, nei casi in cui i soci di minoranza hanno un certo “peso”.

Si ipotizzi, ad esempio, l’esistenza di clausole statutarie che attribuiscono ai soci di minoranza un diritto di “veto” su certe delibere assembleari o del Consiglio di Amministrazione (si pensi alla nomina di alcuni amministratori). In questi casi, la presenza di soci di minoranza con tali diritti potrebbe scoraggiare i potenziali acquirenti della partecipazione.

ALTRI TIPOLOGIE DI PP

OPERAZIONI SUL CAPITALE SOCIALE

Obbligo di deliberare aumenti (sindacato di voto)

- Sottoscrizione delle azioni di nuova emissione in misura non proporzionale alle preesistenti partecipazioni
- obbligo di deliberare aumenti di capitale sociale con sovrapprezzo - previsione che può essere anche contenuta nello statuto (es. Alpha S.r.l.) che in patti parasociali (es. Damiani S.p.A)

Finalità: evitare ai soci precedenti all'aumento del capitale sociale una riduzione del valore della propria partecipazione

ALTRI TIPOLOGIE DI PP

Distribuzione degli Utili (sindacato di voto)

obbligo di distribuire una misura minima di utili

Es. Damiani S.p.A.:

“l'assemblea di DH deliberi annualmente, in occasione dell'approvazione del bilancio, e dopo il pagamento integrale dei prestiti obbligazionari in essere e al rimborso dei finanziamenti, la distribuzione di dividendi in misura almeno pari al 75% degli utili risultanti dal bilancio di esercizio della società (al netto degli accantonamenti a riserva di legge), salvo il fatto che potrà essere deliberata:

- la distribuzione di dividendi in misura inferiore al 75% (ma comunque non inferiore al 50%) degli utili, nel caso in cui vi consentano almeno 2 (due) dei Fratelli;
- la distribuzione di dividendi in misura inferiore al 50% degli utili, o l'integrale riporto a nuovo degli stessi, nel caso in cui vi consentano tutti e 3 (tre) i Fratelli.

ALTRI TIPOLOGIE DI PP

Patti di famiglia

Utilizzo delle diverse tipologie di patti con una funzione anti-deriva generazionale: individuazione tra i componenti della generazione successiva che sono interessati (o hanno le capacità) alla gestione.

(previsioni di uscita dal gruppo, sulle modalità di liquidazione impegno di patrimonializzazione dell'azienda, criteri di assunzione in base al merito di componenti della famiglia, accettazione all'interno della compagine societaria di soggetti eredi in caso di successione mortis causa, diritti speciali riconosciuti al capostipite

ALTRI TIPOLOGIE DI PP

PATTI PER SUPERARE SITUAZIONI DI STALLO

- *CASTING VOTE*;
- *BREAK UP*: - DELIBERA DI SCIoglimento con ASSEGNAZIONE AI RISPETTIVI SOCI DI UNO O PIÙ SPECIFICI COMPONENTI PATRIMONIALI O RAMI DI AZIENDA DELLA SOCIETÀ; (**CASS.CIV., SEZ. I, 31 AGOSTO 2005, N. 17585 NULLO**)
 - DELIBERA DI SCISSIONE CON ASSEGNAZIONE AD UN SOCIO DELLA SCISSA E AD UNO DELLA BENEFICIARIA CON PATRIMONIO PREDEFINITO;
- *PUT E CALL OPTIONS*;
- *ROULETTE RUSSA*: IN CASO DI SITUAZIONE DI STALLO UN SOCIO È TENUTA A FORMULARE ALL'ALTRO UNA OFFERTA CHE VERRÀ, ALTERNATIVAMENTE E CONTESTUALMENTE, QUALE OFFERTA DI VENDITA DELLA PROPRIA PARTECIPAZIONE E DI ACQUISTO DI QUELLA DELL'ALTRO SOCIO;
- *PATTO ALLA GENOVESE*.

L'INADEMPIMENTO AI PATTI PARASOCIALI

- l'eventuale violazione del patto parasociale non può mai costituire ragione di invalidità di un atto di un organo della società (i.e. Non in valida il diritto di voto espresso, in violazione dell'impegno parasociale, all'interno di un organo della società)
- gli obblighi derivanti dal patto parasociale non sono suscettibili di esecuzione in forma specifica, mediante decisioni giudiziarie costitutive, ai sensi dell'art. 2932 cc, aventi effetto diretto sull'organizzazione societaria;
- gli obblighi derivanti dal patto parasociale non sono suscettibili di condanne inibitorie o riparatorie di carattere specifico, perché queste realizzerebbero effetti interferenti con l'organizzazione societaria;
- gli obblighi derivanti dal patto parasociale non possono dar vita a pretese azionabili della società nei confronti di soggetti partecipanti al patto

TUTELA D'URGENZA IN CASO DI INADEMPIMENTO

Gli obblighi del socio aderente non sono suscettibili di esecuzione in forma specifica in quanto hanno ad oggetto un *facere* infungibile.

Da ciò la dottrina ha tratto la non applicabilità dell'art. 700 cpc, ovvero la impossibilità di richiedere un provvedimento giudiziale d'urgenza con cui si ordini l'esecuzione del patto.

Una recente giurisprudenza minoritaria ammette la applicabilità dell'art. 700 cpc (Ad effetto della introduzione dell'art. 614 bis cpc)

Tribunale di Genova 8.7.2004 "Va accolta la domanda del socio (e alla società fiduciaria che detenga le relative partecipazioni), inadempiente agli obblighi scaturenti da un sindacato di voto e di blocco e che abbia posto in essere una cessione in violazione di una clausola di prelazione statutaria, esprimere il voto in assemblea in conformità alle delibere adottate a maggioranza dagli aderenti al patto di sindacato"

Tribunale di Milano 20.1.2009 "l'infungibilità della prestazione ha rilievo nella sola fase dell'attuazione del provvedimento di urgenza, non nella fase di emissione dello stesso"