

**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO DEGLI AFFARI
XXII CICLO**

RISCHIO E GESTIONE NELLE SOCIETÀ DI CAPITALI

TUTOR
Chiar.mo Prof. Gian Domenico Mosco

DOTTORANDA
Dott. Raffaella Scarabino

INDICE

INTRODUZIONE

✓ **CAPITOLO I: RISCHIO DELL'INVESTIMENTO E DIRITTI DEI SOCI**

- 1) Fenomeno societario e condivisione del rischio
- 2) Le società di capitali tra autonomia privata e imperatività
- 3) L'assemblea dei soci. In particolare il diritto di voto
- 4) Principio di proporzionalità tra rischio e gestione
- 5) Gestione dell'impresa e ruolo dei creditori sociali.

✓ **CAPITOLO II: RISCHIO E GESTIONE NELLA S.P.A.**

- 1) Assegnazione delle azioni
- 2) Categorie speciali di azioni
- 3) Strumenti finanziari partecipativi
- 4) Strumenti di partecipazione all'affare
- 5) Azioni "a rischio differenziato" e conflitti di interesse. La frammentazione dell'interesse sociale e la "crisi" del principio maggioritario
- 6) Rapporto soci / amministratori: nuova connotazione e conseguenze applicative

✓ **CAPITOLO III: RISCHIO E GESTIONE NELLA S.R.L.**

- 1) Particolari diritti dei soci
- 2) Responsabilità dei soci per gli atti di gestione compiuti o autorizzati
- 3) Titoli di debito

BIBLIOGRAFIA

INTRODUZIONE

La correlazione esistente tra rischio e gestione nell'ambito dell'attività di impresa è di immediata evidenza: la gestione dell'impresa dovrebbe essere strettamente connessa alla sopportazione del rischio imprenditoriale, essendo l'identità tra titolare del potere economico e titolare del potere di gestione funzionale ad una oculata conduzione dell'impresa e ad un adeguato fronteggiamento del rischio nelle sue molteplici manifestazioni. Tale identità è tradizionalmente garantita anche nell'esercizio collettivo dell'impresa.

Con specifico riferimento alle società di capitali, pur essendo preclusa la gestione diretta dell'impresa da parte dei soci, la correlazione rischio/potere è presidiata dall'esercizio del diritto di voto in assemblea. Ai soci, in qualità di *residual claimants*, è infatti attribuito il potere di completare il contratto sociale attraverso il voto.

Il legislatore del 1942, seppur con delle deviazioni, aveva adottato la regola *one share one vote*, senza peraltro prevedere alcuna interferenza nella gestione da parte dei creditori sociali che, in qualità di *fixed claimants*, non sopportano – o meglio non dovrebbero sopportare - il rischio di impresa.

Il quadro normativo di riferimento è, come noto, sensibilmente mutato a seguito della riforma che nel 2003 ha interessato le società di capitali.

L'assegnazione non proporzionale delle azioni e delle quote, l'accentuata atipicità delle categorie azionarie, gli strumenti finanziari partecipativi, i particolari diritti attribuibili ai soci di s.r.l. hanno inevitabilmente introdotto nel sistema elementi idonei ad alterare la proporzionalità tra rischio e gestione, rimasta pur sempre regola di *default* da applicarsi in mancanza di diversa previsione statutaria.

Tali disposizioni normative vanno ad alimentare il dibattito – oggi più attuale che mai – sull'allocazione del rischio imprenditoriale, innestandosi in uno scenario di fondo che, globalmente considerato, potrebbe dilatare le potenzialità applicative dei nuovi istituti accentuando le anomalie e le deviazioni dal modello di riferimento.

La patologica traslazione del rischio è, come noto, esponenzialmente amplificata nelle società di capitali, ontologicamente caratterizzate dall'esternalizzazione di una quota di rischio d'impresa a danno dei creditori come conseguenza della parziale deresponsabilizzazione dei soci e dell'incentivo al *moral*

hazard che ne deriva¹. Questo fenomeno, ulteriormente aggravato dalla generalizzata sensazione di inadeguatezza degli istituti previsti dall'ordinamento con finalità di internalizzazione del rischio², è espressione di un immanente e per certi

¹ EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996, 63 definiscono in termini che seguono il rischio morale: "dato che la responsabilità limitata aumenta la probabilità che vi saranno cespiti insufficienti per soddisfare le pretese dei creditori, gli azionisti di un'impresa raccolgono tutti i frutti delle attività a rischio svolte, ma non ne sopportano interamente i costi. Essi sono in parte sostenuti dai creditori...l'esternalizzazione del rischio impone costi alla collettività ed è perciò indesiderata". GALGANO, F., GENGHINI, R., *Il nuovo diritto societario, Volume XXIX, Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 2003, 9 osservano appunto come la responsabilità limitata sia in grado di produrre, quale effetto economico da non trascurare, "una parziale traslazione del rischio connesso alle attività economiche", in quanto i soci rischiano esclusivamente quanto conferito e la restante parte di rischio è trasferita sui creditori della società. Per ulteriori rilievi si veda anche GALGANO, F., *La società per azioni Le altre società di capitali Le cooperative*, Bologna, Zanichelli, 1973.

² Il riferimento è al sistema del capitale sociale minimo, in relazione al quale è stato in primo luogo evidenziato come la previsione di un capitale sociale minimo, valevole per tutte le società del medesimo tipo, non consente di tenere in debito conto le concrete esigenze della singola impresa cosicché lo stesso importo può rivelarsi troppo esiguo in alcuni casi ed eccessivo in altri. Le regole sul capitale sono inoltre giudicate costose ed inefficienti soprattutto in virtù del fatto che molti creditori sono in grado di disporre di strumenti contrattuali di autotutela. Il dibattito brevemente riportato (per un'analisi più approfondita si rinvia a ENRIQUES, L., MACEY, J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Rivista delle società*, 1, 2002, 78 e MIOLA, M., *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Rivista delle società*, 6, 2005, 1199) riguarda principalmente le s.r.l. e, in un'ottica che trascende i confini del diritto nazionale, le *limited liability companies non public* in generale, soprattutto alla luce di una comparazione con la *private company* di diritto inglese e la *société à responsabilité limitée* francese per le quali non è previsto un capitale sociale minimo. Tuttavia in questi ordinamenti la tutela dei creditori invece di essere attuata in via preventiva – mediante la previsione di un capitale sociale minimo – è rinviata ad un momento successivo grazie ad un insieme di regole volte a far valere la responsabilità di soci e organi gestori nelle ipotesi di sottocapitalizzazione. Nel nostro ordinamento invece, proprio con riferimento alle s.r.l., si è registrato, a seguito della riforma del 2003, un arretramento delle tutele successive essendo venuta meno l'azione di

versi ineludibile conflitto di interesse che caratterizza il rapporto soci/creditori³, con l'ulteriore conseguenza che nelle situazioni di eccessivo indebitamento i soci saranno incentivati ad investire “*in maniera subottimale*”⁴.

responsabilità nei confronti degli amministratori esperibile da parte dei creditori (pur essendo comunque prevista la responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori per i danni procurati al patrimonio sociale a causa del mancato avvio della procedura prevista dall'art. 2485 c.c. nelle ipotesi di riduzione del capitale al di sotto del minimo legale) e la possibilità di usufruire dello strumento di controllo di cui all'art. 2409 c.c. Per ulteriori rilievi sull'esternalizzazione del rischio a danno dei creditori e sul loro ruolo nella gestione dell'impresa societaria si veda Cap. I § V.

³ È tuttavia opinione largamente condivisa che l'“*effetto sociale*” della responsabilità limitata, il quale si esplica nei termini sopra evidenziati, sia un fenomeno che colpisce esclusivamente i creditori “deboli”. I creditori economicamente più forti si presume siano invece dotati del potere contrattuale necessario per ottenere garanzie ulteriori, prima fra tutti la garanzia personale di uno o più soci. GALGANO, F., *La società per azioni Le altre società di capitali Le cooperative*, Bologna, Zanichelli, 1973, 19 sostiene infatti che l'effetto traslativo si verifica esclusivamente nei creditori definiti “deboli” (piccoli fornitori, lavoratori dipendenti, agenti, concessionari, ecc.), mentre i creditori economicamente più forti sono in grado di esigere “forme supplementari di garanzia”. EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996 sostengono invece, ridimensionando ulteriormente il fenomeno, che il rischio morale danneggerebbe esclusivamente i creditori involontari, in quanto tutti i creditori volontari, indipendentemente dalla loro natura, sono consapevoli di avere a che fare con una persona giuridica e pertanto “il compenso da loro richiesto sarà in funzione del rischio affrontato”. ASCARELLI, T., *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica*, in *Studi in onore di Giuseppe Valeri*, Milano, Giuffrè, 1979, 90 ss. sosteneva che la responsabilità limitata non implica una minor tutela dei creditori sociali in quanto l'ordinamento ha predisposto una serie di norme di pubblicità e responsabilità, molto più stringenti che in materie di società di persone, in grado di consentire al creditore di valutare la consistenza patrimoniale della persona giuridica con cui entra in contatto. Pertanto il creditore, qualora ritenga la garanzia patrimoniale offerta dalla società non sufficiente per il soddisfacimento del proprio credito, potrà sempre richiedere ai soci garanzie ulteriori o rifiutarsi di intrattenere rapporti con la società.

⁴ Così SANTOVITO, S., *La gestione dei rischi d'impresa: tecniche di copertura, struttura operativa e finanziaria*, in SCICUTELLA, M., *La gestione d'impresa*, Bari, Cacucci Editore, 2006, il quale descrive il fenomeno di ricerca degli investimenti più rischiosi che scatta nei soci e in generale afferma che “più è elevato il grado di indebitamento, maggiore è la propensione

degli azionisti a realizzare investimenti più rischiosi”. Con specifico riferimento alle s.p.a., la previsione di limiti legali all’emissione di titoli di debito può quindi ritenersi, sotto certi aspetti, finalizzata proprio ad arginare il fenomeno dell’esternalizzazione del rischio, garantendo un equilibrio tra le risorse investite dai soci e i finanziamenti ricevuti da terzi. PERLINGERI, P., CASACCI, F., (a cura di), *Le riforme del diritto societario*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2004, 157 collegano il limite all’emissione di obbligazioni sia proprio una “forma di limitazione del moral hazard dell’azionista”. LO CASCIO, G., PROTO, C., PLATANIA, A., G., PLATANIA, F., *Società per azioni Obbligazioni, deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni, recesso, operazioni sul capitale*, in *La riforma del diritto societario*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2007, 22 ritengono che “l’esigenza di collegare l’entità dell’indebitamento con l’entità del patrimonio netto della società rappresenta un’indiscutibile necessità posto che un eccessivo ricorso a capitali di terzi determina un insufficiente indice di indipendenza finanziaria e, quindi, una significativa sottocapitalizzazione dell’impresa”. FERRO-LUZZI, P., *Il limite alla emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, let. a, l. n. 262 del 2005)*, in *Rivista delle società*, 1, 2007, 252 ritiene tale limite “espressione di un principio di equilibrio”. Dà conto del dibattito dottrinale sulla funzione del limite all’emissione di obbligazioni SARALE, M., *Le società per azioni Obbligazioni*, Torino, Utet, 2000, la quale ne passa in rassegna la ratio di volta in volta ravvisata dai vari Autori: dalla funzione di incentivare l’aumento di capitale alla necessità di garantire “un’armonica struttura finanziaria e un ordinato sviluppo della società” evitando un ricorso eccessivo al credito. Il limite all’emissione di obbligazioni è stato peraltro sensibilmente ridotto dalla riforma del 2003 tanto da metterne in discussione la ratio. Si pone questo interrogativo VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006. PALMIERI, M., *I nuovi limiti all’emissione di obbligazioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2, 2006, 293, ritiene invece che la riduzione del limite fosse necessaria anche al fine di arginare la concorrenza fra ordinamenti e i conseguenti fenomeni di “shopping normativo” attraverso il quale le società finivano con l’attingere altrove “quelle soluzioni, non contemplate nel nostro ordinamento previgente, che permettessero alle aziende nazionali di mantenere un grado di competitività finanziaria simile a quello goduto dalle concorrenti estere”. Sono state inoltre introdotte – sempre dal D.Lgs. 6/2003 – delle ulteriori ipotesi di deroga al limite, aggiuntive rispetto a quelle originariamente previste, che hanno suscitato non poche perplessità in dottrina. Si tratta delle ipotesi di obbligazioni emesse da società quotate e a loro volta destinate alla quotazione e di obbligazioni rivolte ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. Nel primo caso il mercato è stato giudicato sufficientemente in grado di valutare autonomamente l’equilibrio della struttura finanziaria della società, forse accordando in tal modo troppa fiducia alla capacità valutativa degli investitori, mentre nel secondo caso tale valutazione è stata rimessa a soggetti professionalmente qualificati. PALMIERI, M., *I nuovi limiti*

Le situazioni patologiche in ordine alla sopportazione del rischio di impresa sono inoltre destinate ad incrementarsi nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio a causa del rapporto non paritario che caratterizza il capitale di comando e il management che ne è espressione, da una parte, e i vari *stakeholders*, dall'altra. Le informazioni in possesso dei primi soggetti non sono infatti notoriamente coincidenti con quelle che i secondi sono in grado di acquisire con mezzi propri, dando vita ad asimmetrie informative – le quali assumono dimensioni crescenti in presenza di derivati e, in generale, di strumenti finanziari complessi – idonee a generare esternalità negative a danno dei risparmiatori che sopportano una fetta sempre crescente (e non sempre consapevole) di rischio⁵.

all'emissione di obbligazioni, in *Giurisprudenza commerciale*, 2, 2006, 293 è critico nei confronti della prima ipotesi di deroga menzionata, pur riconoscendo che si tratta di una soluzione conforme agli “schemi normativi operanti nella maggior parte delle principali piazze finanziarie straniere”. LO CASCIO, G., PROTO, C., PLATANIA, A., G., PLATANIA, F., *Società per azioni Obbligazioni, deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni, recesso, operazioni sul capitale*, in *La riforma del diritto societario*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2007, 23 ritengono che la fiducia riposta nella capacità valutativa degli investitori sia stata “certamente sovrastimata”. Fortemente critico è VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006. PERLINGERI, P., CASACCI, F., (a cura di), *Le riforme del diritto societario*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2004, 159 condivide la scelta operata dal legislatore di operare una differenziazione tra società quotate e non. Secondo l'Autore “l'ampliamento dei limiti alle emissioni, stabilito dalla riforma societaria, sembra dettato dalla considerazione che effettivamente i limiti quantitativi non servono in presenza di mercati liquidi dei titoli e di emittenti soggetti a regole di trasparenza del mercato”. Il limite in discorso è peraltro applicabile esclusivamente all'indebitamento derivante dall'emissione di titoli di massa, ma non è destinato ad operare nelle ipotesi ulteriori di acquisizione di capitale di debito, prima fra tutti il ricorso al prestito bancario. È pertanto evidente che, alla luce di tutte le considerazioni che precedono, il ruolo del predetto limite in un'ottica di internalizzazione del rischio d'impresa va senz'altro ridimensionato.

⁵ Per questi rilievi, anche con riferimento alla recente crisi dei mercati finanziari, si vedano BARCELLONA, E., *Derivati creditizi: Market Failure o Regulation Failure?*, Paper presentato in occasione del Convegno su “*Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*” (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010); SICLARI, D., *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, n. 1, 2009, 45.

Non vanno poi tralasciate le problematiche legate ai costi di agenzia insite nel rapporto soci/amministratori⁶.

Un'ulteriore diluizione del rischio si manifesta nell'ambito dei gruppi d'impresa, tutt'altro che sconosciuti al panorama italiano soprattutto nella forma di gruppi piramidali quotati, i quali consentono di contenere il rischio patrimoniale entro il limite del capitale di ciascuna società controllata⁷ e di attuare una separazione sempre più netta tra proprietà e controllo⁸, in tal modo imponendo

⁶ REBOA, M., *Proprietà e controllo di impresa, Aspetti di corporate governance*, Milano, Giuffrè Editore, 2002 rileva che “per effetto di tale situazione, l'agente, che pure agisce in nome e per conto del principale, non beneficia degli incentivi tipici del proprietario...I costi di agenzia esprimono gli oneri presenti nella vita delle imprese per risolvere i problemi d'incentivazione manageriale e/o per evitare i cosiddetti comportamenti opportunistici (moral hazard) tenuti da parte di chi esercita il controllo sull'attività aziendale”. L'Autore, sulla scia di una qualificazione effettuata da Ross, individua tre distinti meccanismi funzionali alla riduzione dei costi di agenzia: la regolamentazione, le forze di mercato e i sistemi di incentivazione. È evidente quindi lo stretto legame esistente tra la problematica dei costi di agenzia e la remunerazione degli amministratori (sul punto G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Rivista delle societ.*, 2005, 588; A. ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, I, 738). In generale sui costi di agenzia anche MELIS, A., *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Milano, Giuffrè, 2002.

⁷ MARANO, M., *La struttura di gruppo nell'economia dell'impresa*, Padova, Cedam, 1998.

⁸ Sul punto RONDINONE, N., *I gruppi di imprese fra diritto comune e diritto speciale*, Milano, Giuffrè, 1999; ENRIQUES, L., *Gruppi piramidali, operazioni infragruppo e tutela degli azionisti esterni*, in *Rivista delle società*, 2007, 698; MONTALENTI, P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Rivista delle società*, 2007, 317; MONTALENTI, P., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Rivista delle società*, 2008, 318; RITTATORE VONWILLER, A., IPPOLITO, M., *I gruppi societari, Il loro governo nella normativa civilistica, tributaria, finanziaria e relativi aspetti applicativo-operativi*, Milano, Giuffrè, 2006; AZZINI, L., *I gruppi. Lineamenti economico-aziendali*, Milano, Giuffrè, 1968; GELATO, E., *Gruppi e società uni personali: note sulla limitazione della responsabilità nella s.r.l. monosocio*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 1996, 674; JAEGER, P. G., *Considerazioni parasistematiche sui controlli e sui gruppi*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 477.

misure a tutela non dei soli creditori ma anche dei soci estranei alla direzione unitaria. Come è stato efficacemente osservato “il gruppo di società, unità dei distinti, è istituzionalmente percorso da una contraddittoria tensione tra efficienza dello schema operativo e rischio di devianza”⁹.

La recente crisi – che ha colpito dapprima gli Stati Uniti finendo ben presto con l’assumere portata globale¹⁰ – ha poi richiamato prepotentemente l’attenzione sul ruolo determinante che l’intervento statale può ricoprire nella riallocazione del rischio imprenditoriale in tutte quelle ipotesi in cui i costi sociali imposti dal libero mercato vengono giudicati insostenibili e, attraverso una politica di aiuti, viene mitigata la “selezione naturale” del mercato con una conseguente e inevitabile deresponsabilizzazione delle imprese.

In un’economia di mercato “pura” non dovrebbe esserci spazio per simili salvataggi: il mercato dovrebbe essere in grado di controllare e bilanciare i contrapposti interessi delle parti¹¹, tendendo alla concorrenza perfetta¹² e

⁹ Così MONTALENTI, P., *I gruppi piramidali tra libertà d’iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Rivista delle società*, 2008, 328.

¹⁰ Sulla recente crisi SALANITRO, N., *La Capitalizzazione e crisi economica*, Paper presentato in occasione del Convegno su “*Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*” (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010) nonché SANTORO, V., *Il tentativo di funzionalizzazione dell’impresa bancaria, Alcune osservazioni*, Paper presentato in occasione del Convegno su “*Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*” (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010).

¹¹ Sul punto VISENTINI, G., *Economia mista ed economia di mercato: il caso italiano*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2001, 54.

¹² Caratteristica propria della concorrenza perfetta è la contendibilità del mercato. PETRETTO, A., *Economia pubblica e Unione Europea*, Bologna, Il Mulino, 2002, 231 definisce un mercato “contendibile” quando “l’entrata potenziale di nuovi concorrenti consente di impedire a chi già opera in un settore industriale (imprese incumbent) di sfruttare il suo potere di mercato”.

producendo il massimo dell'efficienza allocativa¹³. In quest'ottica dovrebbe essere il mercato stesso a eliminare le imprese inefficienti inducendole a cessare l'attività¹⁴.

È solo in presenza di tali circostanze che ogni impresa¹⁵ sopporta appieno il rischio imprenditoriale e, se adotta tecniche di fronteggiamento inadeguate, viene espunta dal mercato¹⁶. Questo modello economico nella sua variante “pura” è esclusivamente tendenziale¹⁷. Non sempre i mercati riescono a garantire risultati ottimali e i cosiddetti “fallimenti del mercato”¹⁸ rendono inevitabile un intervento da parte dello Stato¹⁹. In un sistema di economia mista le imprese non vengono quindi

¹³ SAMUELSON, P., A., NORDHAUS, W., D., *Economia*, Milano, McGraw-Hill Libri Italia S.r.l., 1995, 146 individuano una situazione di efficienza allocativa nel caso in cui la produzione non può essere riorganizzata in modo da migliorare le condizioni di vita di un individuo senza pregiudicare quelle di un altro.

¹⁴ VISENTINI, G., *Economia mista ed economia di mercato: il caso italiano*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2001, 55, rileva che l'economia di mercato si caratterizza per distribuzione del potere e diffusione del rischio.

¹⁵ COASE, R., H., *La natura dell'impresa*, in *Una introduzione alla storia d'impresa*, AMATORI, F., TONINELLI, P. A. (a cura di), Milano, E.G.E.A., 1999 ha rilevato come l'impresa in un'economia di scambio specializzata nasca, quale “isola di potere consapevole”, al fine di risparmiare dei costi di contrattazione. Per ulteriori considerazioni sulla nascita dell'impresa in un'economia di mercato si veda PILOTTI, L., *L'impresa post manageriale – Oltre la separazione fra proprietà e controllo, fra rischio e potere*, Milano, E.G.E.A., 1991.

¹⁶ VISENTINI, G., *Lo stato nell'economia neoliberale*, disponibile su www.archivioceradi.it, 12 individua appunto le crisi di impresa come momenti fisiologici ed inevitabili, necessari per l'operare della concorrenza e per la selezione delle buone iniziative.

¹⁷ Sul punto BILANCIA, P., *Modello economico e quadro costituzionale*, Torino, G. Giappichelli Editore, 1996, 36.

¹⁸ Tra i fallimenti del mercato si annoverano ad esempio la sussistenza di esternalità nonché situazioni di oligopolio o monopolio. Sul punto SAMUELSON, P., A., NORDHAUS, W., D., *Economia*, Milano, McGraw-Hill Libri Italia S.r.l., 1995, 150.

¹⁹ Al riguardo si vedano BILANCIA, P., *Modello economico e quadro costituzionale*, Torino, G. Giappichelli Editore, 1996, 42; COLOMBATTO, E., *Economia di mercato, stato di diritto e intervento pubblico*, in *Biblioteca della Libertà*, n. 40, 1997, 57; GIUSTI, M., *Fondamenti di diritto dell'economia*, Padova, Cedam, 2008, 2; TRIMARCHI BANFI, F., *Lezioni di diritto pubblico dell'economia*, Torino, Giappichelli, 2009, 3.

lasciate in balia di se stesse nel fronteggiare il rischio imprenditoriale²⁰. Del resto, con specifico riferimento alla situazione italiana, è la stessa Carta Costituzionale che, nel sancire al primo comma dell'art. 41 la libertà dell'iniziativa economica privata, individua al secondo e terzo comma i limiti che tale libertà incontra ovvero la sicurezza, la libertà, la dignità umana e l'utilità sociale. È senz'altro vero che il dettato della Carta Costituzionale va armonizzato con quanto previsto dall'ordinamento comunitario, il quale pone a fondamento del processo di integrazione europea le ben note "quattro libertà"²¹ e l'instaurazione di un regime di libera concorrenza, presidiato da regole applicabili non solo alle imprese²² ma anche agli Stati attraverso la disciplina del controllo sugli aiuti di Stato. Ed è proprio la tematica degli aiuti di Stato²³ ad essere strettamente legata alla sopportazione del

²⁰ VISENTINI, G., *Lo stato nell'economia neoliberale*, disponibile su www.archivioceradi.it, 7 osserva come nell'economia mista "lo Stato, e l'Amministrazione, assumono la gestione dei rischi ... mediante la correzione degli automatismi del mercato, sì da sottrarre le imprese, e di conseguenza gli attori, alla diretta dipendenza del rischio; sì da allentare i vincoli finanziari del mercato. Non è il mercato, nella concorrenza, che decide della vita e della permanenza delle imprese. Il mercato esiste ed i suoi meccanismi sono operativi, per questo l'economia è detta mista e non di Stato. Ma gli stimoli del mercato sono assunti dalle Autorità come sintomi per le decisioni di indirizzo, di orientamento, di gestione del mercato, anche con la conservazione delle attività produttive che il mercato avrebbe condannato".

²¹ Libera circolazione delle persone, delle merci, dei servizi e dei capitali.

²² Le regole di concorrenza applicabili alle imprese consistono nel divieto di intese che recano pregiudizio alla concorrenza, nel divieto di abuso di posizione dominante e nella disciplina delle imprese pubbliche.

²³ L'art. 87, par. 1, TCE stabilisce che "salvo deroghe contemplate dal presente Trattato, sono incompatibili con il mercato comune, nella misura in cui incidano sugli scambi tra Stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsino o minaccino di falsare la concorrenza". È pertanto evidente che l'aiuto di Stato, per essere definito tale, non deve necessariamente coincidere con un trasferimento di risorse in favore di un'impresa, ben potendo consistere nella rinuncia ad un introito da parte dello Stato (come ad esempio accade nell'ipotesi di agevolazioni fiscali). Più complessa è l'individuazione della fattispecie quando lo Stato partecipa al capitale delle imprese. In tal caso si applica il "criterio del comportamento dell'investitore privato in normali condizioni di mercato". L'art. 87, par. 2, TCE elenca poi una serie di ipotesi in cui gli aiuti di Stato sono da considerarsi automaticamente compatibili con il Trattato, mentre il

rischio imprenditoriale: in presenza di una politica di aiuti il rischio imprenditoriale non è interamente a carico dell'impresa, con l'inevitabile effetto di falsare le regole della concorrenza.

Tuttavia, anche a seguito del processo di integrazione europea, con riferimento ai complessi produttivi di rilevanti dimensioni la regola del fallimento, la quale dovrebbe presidiare il corretto funzionamento del mercato evitando la sistematica e patologica traslazione dei rischi, non riesce ad imporsi in maniera compiuta. Da sempre, come noto, settore nevralgico di intervento statale è proprio quello della crisi di impresa, caratterizzato dalla costante ricerca di un equilibrio tra le esigenze legate alla tutela del credito e quelle sottese alla conservazione dei complessi produttivi²⁴. La crisi di complessi produttivi che occupano un elevato numero di lavoratori rappresenta il punto di maggiore emersione del conflitto tra i due summenzionati interessi. Tale conflitto non ha sempre condotto a soluzioni coerenti, finendo per riverberarsi nella legislazione di settore con l'attribuzione di una doppia anima alla disciplina delle procedure concorsuali²⁵. Eppure "un'impresa che perde e che viene artificialmente mantenuta in vita costituisce una minaccia al sistema, attuando un pericoloso dumping concorrenziale che rischia di distorcere il processo di allocazione delle risorse e di danneggiare i concorrenti che operano

medesimo art. 87 al par. 3 individua le ipotesi in cui un aiuto può essere discrezionalmente dichiarato compatibile col Trattato e, quindi, autorizzato.

²⁴ JORIO, A., *Le procedure concorsuali tra tutela del credito e salvaguardia dei complessi produttivi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1994, 492.

²⁵ La procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese è senz'altro finalizzata, ove possibile, alla conservazione dei complessi produttivi. Tale procedura, così come delineata dalla previgente disciplina, è stata ritenuta incompatibile con la normativa comunitaria in materia di aiuti di Stato. Sul punto si vedano STANGHELLINI, L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, Il Mulino, 2007, 68 e JORIO, A., *Le procedure concorsuali tra tutela del credito e salvaguardia dei complessi produttivi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1994, 492. Va peraltro evidenziato che la tutela del credito rappresenta un valore irrinunciabile in quanto un'inadeguata tutela del credito, attuata sia tramite le procedure di insolvenza sia tramite le procedure esecutive, comporterebbe un aumento del tasso di interesse applicato alle imprese o la richiesta di maggiori garanzie. Per questi rilievi sempre STANGHELLINI, L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, Il Mulino, 2007, 90 ss.

secondo corrette dinamiche di mercato”²⁶, relativizzando l’efficacia della regola, di buon senso prima ancora che di matrice economica, che impone che a gestire l’impresa sia chi subirà in prima persona gli effetti negativi di un’imprudente gestione.

Del resto il principio della responsabilità limitata, che consente di riallocare almeno in parte il rischio su soggetti diversi dall’imprenditore²⁷ e che evidenzia tutta la sua problematicità ancora di più in presenza di un diffuso interventismo statale, si impone come “situazione normale nel mondo degli affari”²⁸ oggi più che mai a seguito della sua sostanziale estensione anche all’esercizio individuale dell’impresa²⁹. Sembra quindi inevitabile la ricerca di un equilibrato *trade-off* tra l’esigenza di arginare i risvolti patologici della *limited liability* e l’esigenza, altrettanto meritevole di tutela, di incentivare un adeguato sviluppo della struttura finanziaria delle imprese al fine di favorirne l’espansione e la redditività. Ed è proprio quest’ultima esigenza ad aver ispirato gli interventi normativi in materia di categorie azionarie, strumenti finanziari partecipativi, quote di s.r.l. e titoli di debito.

²⁶ Così STANGHELLINI, L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, Il Mulino, 2007, 93. Dello stesso avviso VISENTINI, G., *Lo stato nell’economia neoliberale*, disponibile su www.archivioceradi.it e SALANITRO, N., *La Capitalizzazione e crisi economica*, Paper presentato in occasione del Convegno su “Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi” (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010).

²⁷ COURIR, E., *Limiti alla responsabilità imprenditoriale e rischi dei terzi*, Milano, Giuffrè, 1997.

²⁸ Così ancora COURIR, E., *Limiti alla responsabilità imprenditoriale e rischi dei terzi*, Milano, Giuffrè, 1997.

²⁹ Sulle società unipersonali IBBA, C., *Pubblicità e responsabilità nella s.r.l. unipersonale*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 267; ZAMPERETTI, G. M., *La società unipersonale a responsabilità limitata. Organizzazione interna e procedimenti decisionali*, Milano, Giuffrè, 1996; CAMPOBASSO, G. F., *La responsabilità del socio nella s.r.l. unipersonale*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 229; GUGLIELMO, R., *Società unipersonali e patrimoni destinati*, in *Rivista del notariato*, III, 2004, 613; SCOGNIAMIGLIO, G., *La disciplina della s.r.l. unipersonale: profili ricostruttivi*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 237; TASSINARI, F., *La società a responsabilità limitata con un unico socio*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 743; NAZZICONE, L., *Le società unipersonali*, Milano, Giuffrè, 1993; ROSSI, A., *S.r.l. unipersonale e tramonto dello scopo lucrativo*, in *Rivista delle società*, 2007, 115.

Tali interventi normativi potrebbero rivelarsi potenzialmente idonei ad aggravare il processo di dissociazione tra rischio e gestione attualmente in atto, con tutte le implicazioni che ne derivano. La diretta proporzionalità tra rischio e gestione – che già prima della riforma nelle società di capitali non riusciva ad imporsi in maniera compiuta –, perdendo la sua centralità sin dalla sottoscrizione delle azioni e delle quote grazie al meccanismo dell’assegnazione non proporzionale, potrebbe essere ulteriormente compromessa dall’accentuata atipicità in materia di partecipazioni sociali.

Qualora si abbandonasse ogni bilanciamento con funzione di riequilibrio causale tra contenuto patrimoniale e prerogative amministrative del titolo azionario si determinerebbe il superamento anche dell’accezione “debole” del principio di proporzionalità tra rischio e gestione. Del resto è lo stesso diritto di voto, prima ancora del principio di proporzionalità, che potrebbe perdere la sua centralità nell’individuazione dei tratti caratterizzanti la partecipazione azionaria. Parimenti in materia di s.r.l. si perverrebbe alle medesime conseguenze attraverso l’attribuzione di diritti particolari al socio senza alcuna connessione con le risorse investite in società.

Il declino della proporzionalità tra rischio e gestione – la cui effettività dipenderà dal concreto impiego che nella prassi si farà delle fattispecie di nuova creazione – potrebbe indurre, nelle ipotesi più estreme, scelte per certi versi irrazionali con maggiori conseguenze degenerative in strutture societarie di tipo piramidale o unipersonale. Pertanto in talune circostanze l’opportunità di un recupero della proporzionalità in via statutaria, nonostante manchino imposizioni normative in tal senso, non è da sottovalutare, pur con la consapevolezza che la funzione riequilibratrice del sistema non può certo essere devoluta all’autonomia privata.

L’effettiva portata tecnico-sistematica delle nuove disposizioni normative inerenti la struttura finanziaria di s.p.a. e s.r.l. non può prescindere da un puntuale esame delle disposizioni codicistiche ad esse dedicate, tenendo però ben presente che tali norme – innestandosi in uno scenario estremamente complesso e articolato che ha evidenziato la diluizione dei rischi fino al loro progressivo dissolvimento – sono potenzialmente idonee a generare una deviazione dal modello tradizionale ben più ampia di quanto apparentemente percepibile.

Si impone quindi un complesso e delicato bilanciamento tra interessi contrapposti: fino a che punto l'autonomia privata potrà attingere alle innovazioni introdotte dalla Riforma, variamente combinandole tra loro e con altri istituti, di diritto societario e non, incidenti sull'allocazione del rischio, senza incorrere in risvolti patologici dannosi per l'intero sistema economico? *“Si torna così al tema del rischio d'impresa. Certo, la complessità e l'incertezza che caratterizzano l'economia contemporanea e la naturale evoluzione delle attività imprenditoriali incrementano i rischi e comportano esigenze di coperture e di tutele ben diverse rispetto a quelle di un mondo in cui una condotta prudente e diligente poteva bastare a evitare crisi e fallimenti. Non si può ripiegare su posizioni di difesa o peggio di rendita e rinunciare all'innovazione solo perché quest'ultima può escludere o annacquare la responsabilità. Ma non si può nemmeno consentire che le coperture si traducano nella mera traslazione del rischio, facendo divenire quest'ultimo una sorta di scommessa con i soldi altrui in cui l'azzardo finisce per prevalere. Una traslazione sistematica del rischio comporta anche un forte indebolimento dell'architettura regolatoria. Il che, alla lunga, può contribuire a minare le stesse basi del moderno vivere civile”*³⁰.

³⁰ BRESCIA MORRA, C., CERA, M., MOSCO, G., D., *Il rischio d'impresa. Profitti privati e pubbliche perdite*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2010, 287.

CAPITOLO I: RISCHIO DELL'INVESTIMENTO E DIRITTI DEI SOCI

I. FENOMENO SOCIETARIO E CONDIVISIONE DEL RISCHIO

L'imprenditore operando sul mercato è chiamato quotidianamente a confrontarsi col rischio di impresa e con la conseguente esigenza del suo fronteggiamento. L'attività di *Risk Management* è dunque necessaria per consentire all'impresa di raggiungere un "livello di vulnerabilità" compatibile con la sua sopravvivenza nel lungo periodo³¹.

³¹ Il rischio è generalmente determinato dall'impossibilità per l'uomo di prevedere e dominare gli eventi futuri. Il rischio è, in altre parole, strettamente connesso all'ignoranza e genera una situazione di incertezza in ordine alla verifica di un evento dannoso: la prospettiva di un danno, di cui non è possibile prevedere con sufficiente approssimazione le probabilità di verifica, determina l'insorgere del rischio. L'imprenditore pertanto, dopo aver acquisito il maggior numero di informazioni possibili, elabora delle ipotesi in ordine all'eventualità che determinati eventi futuri si realizzino e programma le scelte aziendali cercando di massimizzare il profitto. L'attività di impresa è tuttavia caratterizzata dal dinamismo e dal concorso di una serie di fattori - alcuni dei quali non sufficientemente conosciuti o prevedibili - idonei a provocare, come efficacemente descritto da BERTINI, U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Milano, Giuffrè, 1987, 9, uno "...scostamento tra ipotesi e realtà...". Tale eventuale "scostamento" genera il rischio. Tradizionalmente la dottrina aziendalista è solita distinguere tra rischi puri e rischi speculativi. I primi sono rischi cui è legata esclusivamente un'eventualità negativa e quindi una prospettiva di danno, mentre ai secondi è legata sia la possibilità di realizzare un guadagno sia la possibilità di andare incontro ad una perdita. Il rischio economico generale o rischio imprenditoriale deriva appunto dalla combinazione di entrambe le tipologie di rischi descritte, sostanziandosi in un sistema integrato di rischi particolari, di natura sia pura sia speculativa. L'impresa, al fine di garantirsi la sopravvivenza nel lungo periodo, deve quotidianamente confrontarsi con la problematica del rischio cercando di assestarsi su quel "livello di vulnerabilità accettabile" cui si è fatto riferimento, intendendosi per "vulnerabilità dell'impresa" il suo grado di esposizione al rischio globalmente inteso. Nello specifico gli atteggiamenti dell'impresa nei confronti del rischio, i quali complessivamente considerati integrano le cd "tecniche di gestione dei rischi", si possono raggruppare in tre tipologie: *Risk Avoidance*, *Risk Transfer* e *Risk Retention*. Nella prima ipotesi i rischi connessi ad una determinata operazione vengono giudicati eccessivi e l'impresa decide di rinunciare all'operazione stessa. Nella seconda ipotesi invece, in presenza di rischi non evitabili, l'impresa trasferisce gli eventuali effetti negativi dell'evento dannoso su un diverso

È pertanto di intuitiva evidenza la forte connessione esistente tra rischio e gestione: alla sopportazione del rischio imprenditoriale consegue di norma il potere di gestire l'impresa. Tale nesso - codificato all'art. 2086 c.c. ai sensi del quale "*l'imprenditore è il capo dell'impresa e da lui dipendono gerarchicamente i suoi dipendenti*" - deriva da una semplice regola di matrice economica in base alla quale è auspicabile che ci sia identità tra chi detiene il potere economico e chi detiene il potere di direzione dell'impresa, al fine di garantire una gestione "oculata" al riparo da speculazioni "azzardate"³². In quest'ottica il binomio potere / rischio risulta indissolubile divenendo "*il fattore che dà equilibrio all'intero sistema economico*"³³.

soggetto, solitamente un'impresa di assicurazione, mediante la stipula di contratti a ciò finalizzati. Nel terzo caso infine l'impresa non solo decide di assumersi il rischio ma decide di fronteggiarlo al suo interno. In questa ultima circostanza è necessario adottare tecniche di *Risk Management* volte alla riduzione del rischio mediante "*azioni di sicurezza*" tendenti a ridurre le probabilità di verificazione dell'evento dannoso, cercando di incidere sul decorso causale degli eventi attraverso scelte di natura strategica. Nell'ambito della strategia di *Risk Reduction* rientra inoltre, qualora l'evento dannoso non sia in alcun modo evitabile, l'accantonamento di riserve da impiegare in caso di perdite. Il meccanismo delle riserve volontarie è in sostanza finalizzato a trasferire, seppur solo nel tempo, gli effetti negativi del rischio, mediante una sorta di "autoassicurazione". Per un approfondimento delle tematiche legate al rischio di impresa CHessa, F., *La teoria economica del rischio e della assicurazione*, Padova, Cedam, 1929; ROGGI, O., *Rischio d'impresa, valore e insolvenza, Aspetti teorici e processi di gestione del rischio*, Milano, FrancoAngeli, 2008; BRUGNOLI, *Concezione sistemica dell'impresa e scelte aziendali*, Milano, Egea, 1996; BERTINI, U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Milano, Giuffrè, 1987; CAVALIERI, E., *Il comportamento strategico d'impresa: variabilità, strutture e rischio*, Torino, Giappichelli, 2008; PIGNOLO, P., *La gestione e la ritenzione del rischio d'impresa*, Milano, Angeli Editore, 2002; SELLERI, L., *l'impresa e il rischio: introduzione all' Enterprise risk management*, Milano, I. S., U. Università Cattolica, 2006; PIGNOLO, P., *La gestione e la ritenzione del rischio d'impresa*, Milano, Angeli Editore, 2002; BONGINI, P., DI BATTISTA, M., L., NIERI, L., PATARNELLO, A., *Il sistema finanziario, Funzioni, istituzioni, strumenti e servizi*, Bologna, Il Mulino, 2004.

³² Osserva GALGANO, F., *Le società in genere Le società di persone*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L., (già diretto da), SCHLESINGER, P., (continuato da), Milano, Giuffrè, 2007, 115 che tradizionalmente l'imprenditore individuale e i soci non accomandanti di società di persone sono chiamati a sopportare un rischio di impresa "illimitato" in quanto "altrettanto illimitato è il loro potere di direzione dell'impresa". In altre

È opinione largamente condivisa che l'esercizio collettivo dell'impresa attraverso la fenomenologia societaria sia esso stesso una sorta di tecnica di *Risk Management* basata sulla condivisione del rischio³⁴, grazie alla quale l'impresa collettiva avrebbe maggiori possibilità di sopravvivenza e di sviluppo rispetto all'impresa individuale. Il *risk pooling* – elemento comune ad ogni tipo societario³⁵ - è, in altre parole, considerato uno strumento per consentire la raccolta di maggiori mezzi finanziari distribuendo il rischio tra più soggetti al fine di renderne più agevole la sopportazione³⁶.

parole il rischio d'impresa illimitato si pone come “adeguato freno alle iniziative avventate”, “elemento equilibratore dell'intero sistema produttivo”.

³³ Così GALGANO, F., *Le società in genere Le società di persone*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L., (già diretto da), SCHLESINGER, P., (continuato da), Milano, Giuffrè, 2007, 102.

³⁴ Basti pensare che storicamente il fenomeno societario nasce proprio al fine di far fronte alla problematica del rischio di impresa, tant'è che, partendo da un'impresa di carattere “familiare” - tipica del periodo basso-medievale che consentiva di servirsi di collaboratori che agissero con la “diligentia in re propria” - si passa alla “compagnia” - nell'ambito della quale confluiscono anche soggetti non appartenenti al nucleo familiare che “stant ad unum panem et vinum” - fino ad arrivare alle moderne strutture associative. Sul punto SANTARELLI, U., *Mercanti e società tra mercanti*, Torino, Giappichelli, 1992.

³⁵ Sia consentito in questa sede tralasciare le problematiche connesse alla possibilità di costituire s.p.a. e s.r.l. unipersonali in relazione alle quali viene meno la condivisione del rischio tra più soggetti, mancando i requisiti richiesti dall'art. 2247 c.c. e la stessa possibilità di attrarre l'atto di costitutivo di tali società nell'ambito della fenomenologia contrattuale. Si tratta, come rilevato da SCIUTO, M., SPADA, P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G., E., PORTALE, G., B., Volume 1*, Torino Utet, 2004, 79 di iniziative individuali - e non già collettive – “In vista dell'accesso alla responsabilità limitata di quanti le assumono”. Conformemente osserva GAMBINO, A., *Impresa e società*, Torino, Giappichelli, 2007, 122 che “è stato consentito l'esercizio individuale di un'impresa con responsabilità limitata”.

³⁶ In questo senso FERRARA JR., F., CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 1992, 199. VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006, 136 osserva che “la gestione individuale degli affari resta un fenomeno diffuso, ma nel piccolo commercio”. Al riguardo SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, Cedam, 1959, 18 ravvisa la sussistenza di un interesse pubblico “alla costituzione di organismi

Il contratto di società, ai sensi dell'art. 2247 c.c., si caratterizza infatti per “*il conferimento da parte di due o più persone di beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili.*” Due o più persone pertanto investono risorse proprie³⁷ nell'esercizio in comune di un'attività di impresa con la finalità di dividerne gli utili³⁸, condividendo il relativo rischio e le eventuali conseguenze “negative” dell'affare. A presidio della causa del contratto di

economici più potenti attraverso la cooperazione delle forze economiche individuali...ai fini dell'incremento della produzione e della riduzione dei costi”. Già ASCARELLI, T., *Appunti di diritto commerciale – Società e associazioni commerciali*, Roma, Società Editrice del Foro Italiano, 1936, 3 ss., evidenziava che tramite il contratto di società “più persone possono associarsi onde condurre insieme l'impresa della quale pertanto sopportano insieme i rischi e godono insieme il profitto, costituendosi pertanto tutti imprenditori”. Il contratto di società, prosegue l'Autore, consente inoltre di raccogliere capitali che altrimenti l'imprenditore individuale avrebbe potuto ottenere solo mediante altri istituti giuridici, quale ad esempio il mutuo; in sostanza le società commerciali, sempre secondo ASCARELLI, “possono frazionare fra più individui il capitale e i rischi di una impresa singola, e pertanto permettere di aumentare le dimensioni di una impresa oltre i limiti delle forze di lavoro e di capitale di un singolo individuo”. Da un punto di vista economico SAMUELSON, P., A., NORDHAUS, W., D., *Economia*, Milano, McGraw-Hill Libri Italia S.r.l., 1995, 200 evidenziano come la suddivisione del capitale e dei relativi investimenti tra un elevato numero di soggetti consente, mediante una ripartizione dei rischi, l'assunzione di rischi “decisamente maggiori di quelli sostenibili da singoli proprietari”.

³⁷ Le risorse investite nella società sono appunto i conferimenti, la cui funzione consiste nel “dotare la società del capitale di rischio iniziale per lo svolgimento dell'attività di impresa. Col conferimento ciascun socio destina stabilmente (per la durata della società) parte della propria ricchezza personale all'attività comune e si espone al rischio di impresa: corre il rischio di non ricevere alcuna remunerazione per l'apporto se la società non consegue utili; corre il rischio ulteriore di perdere in tutto o in parte il valore del conferimento se la società subisce perdite”. Così CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale*, Volume II, Torino, Utet, 2002, 6.

³⁸ Si precisa che l'oggetto della presente trattazione è circoscritto alle sole società cd lucrative, tralasciando ogni specifico rilievo in ordine alle società con scopo mutualistico e con scopo consortile.

società – e quindi della sopportazione del rischio da parte di tutti i soci³⁹ - l'art. 2265 c.c. sanziona con la nullità ogni patto col quale uno o più soci siano “*esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite*”. La nullità⁴⁰ di tali patti, i cd patti leonini, è strettamente connessa al carattere comune dell'attività. Il fondamento di tale nullità è infatti rinvenuto proprio nella necessità di rendere tutti i soci partecipi del risultato economico dell'attività al fine di evitare che qualcuno possa essere indifferente ad una “efficiente” gestione della società⁴¹, ponendosi in tal modo in una posizione

³⁹ CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale*, Volume II, Torino, Utet, 2002, 6, definisce la partecipazione al rischio dell'impresa comune come “coessenziale all'essenza stessa della società”.

⁴⁰ Per FERRARA JR., F., CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 1992, 274 “la ragione della nullità sta nel contrasto del patto con l'essenza della società: non si può essere soci senza essere per ciò stesso partecipi dei risultati dell'attività sociale: d'altro canto è contraddittorio che un socio sia escluso dal partecipare ai guadagni, che corra il rischio di perdere il conferimento senza una utilità corrispondente, o che sia completamente escluso dalle perdite, per modo che possa conseguire un utile senza rischiar nulla”.

⁴¹ ABRIANI, N., *Il divieto di patto leonino*, Milano, Giuffrè, 1994 fornisce una dettagliata ricostruzione delle vicende storiche alla base del divieto di patto leonino, il quale da regola posta a tutela di esigenze di carattere etico e antiusurario finisce per acquisire i connotati di precetto di matrice economica posto a presidio della causa stessa del contratto di società. Nello specifico “il fondamento del divieto viene ricollegato all'esigenza di rendere partecipe il socio dei risultati economici della società, per far sì che egli abbia interesse a collaborare alla miglior conduzione degli affari sociali o, quantomeno, a vigilare su di essi. Alla correlazione profitto-rischio, che per secoli aveva giustificato la norma in esame, viene dunque a sostituirsi la correlazione potere-rischio”. Con riferimento all'ambito di operatività del divieto in commento l'Autore dà conto del dibattito sviluppatosi in ordine alla sua applicabilità alle società di capitali - essendo l'art. 2265 c.c. norma prevista esclusivamente per la società semplice, la cui disciplina, però, in virtù di espressi richiami, si applica anche alla società in nome collettivo e alla società in accomandita semplice – e conclude affermando, in linea con la dottrina e la giurisprudenza assolutamente prevalente, che “la partecipazione dei soci ai risultati economici dell'impresa esercitata in forma collettiva, e dunque l'interesse di ciascuno di essi al funzionamento dell'organizzazione in ordine allo svolgimento dell'attività economica per cui il contratto fu stipulato, costituisce un elemento caratterizzante ogni tipo di società... È dunque questo principio generale, il quale si evince dal combinato disposto degli artt. 2247 e 2265, ad

confliggente rispetto a quella degli altri soci⁴². In quest'ottica l'art. 2265 c.c. si configura come norma di ordine pubblico economico volta a preservare “*il buon funzionamento*” delle società al fine di tutelare non solo e non tanto la posizione degli altri soci quanto piuttosto i creditori e, in ultima istanza, l'intero sistema economico⁴³.

In definitiva, astraendo per il momento dalle caratteristiche proprie di ciascun tipo societario, può affermarsi che il vincolo scaturente da un contratto di società si identifica con un “*vincolo contrattuale che unisce fra loro più persone le quali esercitano collettivamente una medesima impresa*”⁴⁴ e altrettanto collettivamente

applicarsi alle società di capitali: e non in via analogica, come ritiene la prevalente dottrina, bensì direttamente” .

⁴² Per SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, Cedam, 1959, 141 “sacrifici, utili, sovranità” rappresentano caratteristiche imprescindibili della partecipazione sociale. L'Autore precisa infatti che, qualora un socio fosse escluso dalle eventuali perdite legate all'attività sociale, la sua posizione sarebbe in permanente conflitto rispetto a quella degli altri soci (prendendo in prestito le parole dell'Autore, il socio in questione penserebbe: “che importa se altri arrischia se noi guadagneremo di più, in caso di buona fortuna, mentre non arrischiamo nulla?”). Se poi ad essere esclusa dalle perdite fosse la maggioranza dei soci la società sarebbe sistematicamente indotta a compiere operazioni poco oculate in grado di offrire, in caso di successo, grosse possibilità di guadagno ma caratterizzate da una forte componente aleatoria. L'effetto opposto si verificherebbe qualora la maggioranza dei soci partecipasse solo alle perdite e fosse esclusa dagli utili: in questo caso l'attività della società risulterebbe sostanzialmente paralizzata da un'eccessiva cautela.

⁴³ Così ABRIANI, N., *Il divieto di patto leonino*, Milano, Giuffrè, 1994, 45.

⁴⁴ In questo senso GALGANO, F., *Le società in genere Le società di persone*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L., (già diretto da), SCHLESINGER, P., (continuato da), Milano, Giuffrè, 2007, 16. CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale, Volume II*, Torino, Utet, 2002, 1, definisce le società come “organizzazioni di persone e di mezzi create dall'autonomia privata per l'esercizio in comune di un'attività produttiva. Sono le strutture associative tipiche, anche se non esclusive, previste dall'ordinamento per l'esercizio in forma associata dell'attività di impresa (impresa collettiva)”. In questo senso anche FERRI, G., *Delle società Art. 2247 – 2324*, in *Commentario del codice civile*, SCIALOJA, B., BRANCA, G., (a cura di), *Libro quinto – Del Lavoro*, Bologna, Nicola Zanichelli Editore, 1981. La dottrina dominante fa rientrare il contratto di società nell'ambito della categoria dei cd contratti associativi con comunione di scopo. FERRANTE, U., *Il problema*

fronteggiano il relativo rischio. La condivisione del rischio, consentendo a più soggetti di mettere insieme le proprie risorse - le quali isolatamente considerate probabilmente non sarebbero state sufficienti a finanziare l'affare da intraprendere - e garantendo una partecipazione pro-quota alle perdite, si pone quindi come una sorta di "incentivo" all'iniziativa economica privata⁴⁵.

D'altro canto il fenomeno associativo, di cui quello societario è espressione, favorisce l'incremento delle dimensioni dell'impresa con ulteriori effetti sul versante del fronteggiamento del rischio: al crescere delle dimensioni dell'impresa parte della dottrina aziendalista associa una diminuzione del rischio in virtù di una molteplicità di fattori - incidenti tanto sul fronte della prevenzione e della repressione quanto su quello dell'assicurazione⁴⁶ - in grado di influire sulla concorrenzialità delle imprese stesse⁴⁷.

della qualificazione della società, Milano, Giuffrè, 1974, 131 definisce tale categoria contratti nel modo che segue: "Nei contratti con comunione di scopo la prestazione di una parte non è rivolta in modo diretto ed immediato alla realizzazione dell'interesse contrattuale dell'altra o delle altre, ma concorre con le prestazioni di tutte le altre parti a realizzare lo scopo comune, il quale a sua volta costituisce il mezzo per il soddisfacimento dell'interesse contrattuale di ogni parte". Per un compiuto esame degli elementi caratterizzanti tale tipologia di contratti e dei problemi interpretativi dalla stessa sollevati sia veda COSTI, R., DI CHIO, G., *Società in generale - Società di persone Associazione in partecipazione*, Torino, Utet, 1991.

⁴⁵ Per FERRARA JR., F., CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 1992, 199. VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006, 199 l'attribuzione di "una solida struttura" alle società attraverso un adeguato impianto normativo è "un mezzo indiretto per favorire la produzione".

⁴⁶ CASSOLA, C., *Il rischio e l'organizzazione dell'industria moderna*, Remo Sandron Editore, 1926, evidenzia come un'impresa di vaste dimensioni possa più agevolmente mettere in atto tecniche di self-insurance, sia attraverso forme di "assicurazione esplicita" (costituendo un "fondo speciale" per far fronte al rischio) sia mediante forme di "assicurazione implicita" compensando le perdite derivanti dal verificarsi di un evento dannoso "col reddito ottenuto dal complesso del patrimonio".

⁴⁷ Con riferimento a questo fenomeno CASSOLA, C., *Il rischio e l'organizzazione dell'industria moderna*, Remo Sandron Editore, 1926, si esprime in questi termini "l'ingrandimento delle imprese, la costituzione di giganteschi complessi economici, la formazione di sindacati debbono considerarsi, per molti rispetti, come altrettanti mezzi con cui l'imprenditore cerca di fronteggiare il fascio sterminato di rischi, che oggi minaccia la compagine delle imprese. La

loro attuazione, a parer nostro, non rappresenta soltanto la tendenza a realizzare combinazioni di «minimo costo», ma anche la tendenza a realizzare combinazioni di «minimo rischio». Ancora CHESSA, F., *La teoria economica del rischio e della assicurazione*, Padova, Cedam, 1929, 143 sottolinea la precarietà e l'incertezza in cui è costretta ad operare un'impresa "che ha un limitato sviluppo, che opera in un ramo soverchiamente specializzato del traffico, che è confinata in una zona assai ristretta del mercato, che dispone di scarse riserve e di scarso credito", la quale deve necessariamente sottostare alle contingenti fluttuazioni del mercato. Al contrario secondo l'Autore l'impresa di rilevanti dimensioni "non solo può dominare le eventualità dannose che sono connesse a particolari condizioni della produzione o del mercato, ma può ripartire i rischi tra i vari esercizi che da essa dipendono". Anche PENROSE, E., T., *La teoria dell'espansione dell'impresa*, Milano, Franco Angeli Editore, 1959, 284 ss. analizza i benefici legati alla dimensione e, tra gli altri, menziona una migliore posizione sul mercato dei capitali, fondi interni più ampi e rapporti commerciali più articolati. Per ulteriori rilievi si veda anche RUFFOLO, G., *La grande impresa nella società moderna*, Torino, Einaudi, 1967. Analogo discorso in termini di riduzione del rischio vale per le concentrazioni di imprese, le quali, superando le problematiche connesse alle ridotte dimensioni, sarebbero in grado di incidere tanto sulla stabilizzazione dei costi di produzione quanto sulla fluttuazione dei prezzi di mercato. In questo senso CHESSA, F., *La teoria economica del rischio e della assicurazione*, Padova, Cedam, 1929, 142. Parimenti per CASSOLA, C., *Il rischio e l'organizzazione dell'industria moderna*, Remo Sandron Editore, 1926 la "concentrazione dell'industria" è efficace strumento per eliminare il rischio economico. Facendo specifico riferimento al fenomeno dei gruppi di imprese in Italia TOMBARI, U., *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2004, 61, evidenzia come il gruppo sia stato uno strumento mediante il quale le imprese sono riuscite ad acquisire competitività sul mercato globale "superando, almeno in parte, i limiti connessi alla piccola dimensione". RITTATORE VONWILLER, A., IPPOLITO, M., *I gruppi societari, Il loro governo nella normativa civilistica, tributaria, finanziaria e relativi aspetti applicativo-operativi*, Milano, Giuffrè, 2006, 8, chiariscono che mediante la creazione di un gruppo aziendale possono essere perseguite le seguenti finalità: ottimizzazione del processo produttivo (qualora ciascuna impresa del gruppo si occupi di un differente stadio del processo produttivo), diversificazione dell'offerta, differenziazione del prodotto, ingresso in differenti mercati nazionali. GALGANO, F., GENGHINI, R., *Il nuovo diritto societario, Volume XXIX, Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 2003, 9 pongono l'accento sulla diversificazione del rischio che i gruppi di società consentono di effettuare. Non si registra tuttavia unanimità di vedute nel riconoscere una diretta proporzionalità tra incremento delle dimensioni dell'impresa e diminuzione del rischio. Al

In via di prima approssimazione si può quindi affermare che tutti i tipi societari consentono di realizzare la condivisione del rischio⁴⁸ tra più soggetti e l'incremento delle dimensioni dell'impresa, contribuendo - almeno in astratto - al

riguardo va segnalata una rivalutazione dell'impresa di piccole e medie dimensioni ritenuta maggiormente in grado di superare i mutamenti e le difficoltà del mercato. SCICUTELLA, M., *La gestione d'impresa*, Bari, Cacucci Editore, 2006 sottolinea come gli avvenimenti manifestatisi tra gli anni 60 e 70 ("conflittualità sindacale in fabbrica, cessazione della convertibilità del dollaro, primo shock petrolifero cui si è accompagnata una storica riforma tributaria in Italia") abbiano indotto ad una rivalutazione della piccola impresa ("small is beautiful"). RULLANI, E., *Il nuovo ruolo della piccola impresa*, in *Quale società della piccola impresa*, FELTRIN, P., (a cura di), Roma, La Nuova Italia Scientifica, 1997, 29 individua i punti di forza della piccola impresa nei seguenti fattori: il coinvolgimento personale dell'imprenditore che "lavora" nell'impresa, la cultura del lavoro produttivo che evita l'identificazione dell'impresa in un mero investimento da far fruttare, la condivisione dello stesso ambiente di vita con gli altri soggetti coinvolti a vario titolo nell'azienda che consente di risolvere più agevolmente le conflittualità emergenti, la mobilità insita in un confronto col mercato. Lo stesso Autore elenca inoltre gli aspetti negativi riscontrabili in talune piccole imprese: indulgenza verso il sommerso, impiego di lavoro a bassa qualificazione, strutture finanziarie deboli, organizzazione eccessivamente informale. ZAPPA, G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, Milano, Giuffrè, 1956, 378, evidenzia inoltre che l'incremento delle dimensioni aziendali incide negativamente sulla capacità da parte dei "dirigenti centrali" di "cogliere con accorta prontezza le circostanze favorevoli a una profittevole produzione e a sfuggire le circostanze contrarie o ad attenuare le dannose ripercussioni". Pure ONIDA, P., *Le dimensioni del capitale di impresa*, Milano, Giuffrè, 1951, 22, pur riconoscendo che la "grande impresa" può essere in grado di attenuare talune tipologie di rischi, osserva che "proprio al fine di eliminare e ridurre certi rischi si giudica di sovente opportuno limitare le dimensioni dell'impresa, di abbandonare alcune produzioni o negoziazioni, di dissociare o rendere più elastici o meno solidali, complessi già costituiti". Sembra pertanto potersi concludere che non è aprioristicamente possibile schierarsi a favore dei fautori del "*small is beautiful*" piuttosto che di quelli del "*big is better*" o viceversa. Non è infatti consentito individuare un'univoca relazione tra dimensione aziendale e rischio economico generale, in quanto l'entità di quest'ultimo va valutata mediante un'analisi integrata di tutti i fattori contingenti interni ed esterni all'azienda che possono combinarsi in maniera diversa a prescindere dalle dimensioni aziendali.

⁴⁸ LA ROSA, F., *Patrimoni e Finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Milano, Giuffrè, 2007, 393 evidenzia appunto che il frazionamento dei rischi tra più soggetti è elemento tipico delle forme aziendali collettive, tant'è che con riferimento ad esse si parla di "rischi divisi".

contenimento del rischio. Ne deriva che la fenomenologia societaria complessivamente considerata si qualifica come elemento atto a favorire l'iniziativa economica privata.

Il nostro ordinamento, ispirato, come noto, al principio di tipicità delle società⁴⁹, prevede una netta bipartizione tra società di capitali e società di persone. I tipi societari appartenenti all'una e all'altra categoria sono dotati di elementi differenziali comuni⁵⁰ nell'ambito dei quali preminente rilievo assume il differente regime di responsabilità dei soci per le obbligazioni sociali. Nelle società di persone vige il principio della responsabilità illimitata e solidale dei soci per le predette obbligazioni⁵¹: il socio pertanto sarà chiamato a sopportare un rischio di impresa potenzialmente illimitato, il quale coinvolgerà non solo quanto conferito per l'esercizio in comune dell'attività, ma, ai sensi dell'art. 2740 c.c., *“tutti i suoi beni*

⁴⁹ GIORDANO, D., *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2006, 15 osserva come il principio di tipicità delle società sia espressione di una più ampia connotazione propria del diritto societario, in relazione al quale l'autonomia privata, al contrario di quanto accade nel diritto civile strettamente inteso, è stata “per lo più compressa e limitata” in ragione dei molteplici interessi coinvolti. Nello specifico ricorda l'Autore che “secondo un'opinione diffusa, le norme imperative dovevano ritenersi prevalenti rispetto alle norme dispositive considerato che il contratto di società ha una portata più ampia rispetto a quella di qualunque altro contratto, con la conseguenza che la rigidità del modello e della sua organizzazione era da considerarsi giustificata dalla esigenza di tutelare l'interesse dei creditori, dei soci di minoranza e dei terzi e dell'interesse pubblico in genere”.

⁵⁰ Per un'analisi di tali elementi differenziali sia consentito rinviare a GALGANO, F., *Le società in genere Le società di persone*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L., (già diretto da), SCHLESINGER, P., (continuato da), Milano, Giuffrè, 2007. LIBONATI, B., *Diritto commerciale Impresa e società*, Milano, Giuffrè, 2005, 149, li sintetizza osservando che nelle società di persone “prevale l'elemento personale e i soci partecipano direttamente alla gestione dell'impresa, rispondendo illimitatamente e solidalmente delle obbligazioni sociali”, mentre nelle società di capitali “vi è separazione fra l'intervento del socio, che si ferma alle vicende organizzative di vertice, e la gestione della società, rigorosamente affidata invece ad organi sociali, sicchè i soci, che assumono il ruolo di investitori, rispondono semplicemente nei limiti dell'investimento compiuto”.

⁵¹ Ad eccezione dei soci accomandanti di società in accomandita semplice e, qualora venga stipulato un patto in tal senso, dei soci di società semplice che non abbiano agito in nome e per conto della società.

presenti e futuri” e quindi il suo intero patrimonio. Nelle società di capitali, al contrario, tutti i soci, ad eccezione dei soci accomandatari di società in accomandita per azioni, godono del beneficio della limitazione della responsabilità: in altre parole il socio rischierà esclusivamente quanto conferito in società. Al riguardo è stato efficacemente osservato che in tal modo si rende in sostanza possibile la “*predeterminazione dell’impegno economico di ciascuno nell’affare collettivo*”⁵².

La “semplice” autonomia patrimoniale, di cui godono le società di persone, e la personalità giuridica, riservata alle sole società di capitali, possono essere considerate due varianti di un fenomeno unitario, entrambe a disposizione dell’autonomia privata per l’esercizio collettivo dell’impresa⁵³. Una variante verrà pertanto preferita rispetto all’altra in ragione delle diverse esigenze dei futuri soci.

Le società di persone consentono infatti la creazione di un centro di imputazione di rapporti giuridici dotato di un proprio patrimonio ma non di piena

⁵² Si tratta di un’espressione utilizzata da Sciuto, M., SPADA, P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G., E., PORTALE, G., B., Volume 1*, Torino Utet, 2004, 75 con riferimento alla s.p.a. ma che ben si adatta alle società di capitali nel loro complesso. Rileva Galgano, F., *La società per azioni Le altre società di capitali Le cooperative*, Bologna, Zanichelli, 1973, 2 che, in termini economici, il significato dell’assunzione di una responsabilità limitata risiede nella circostanza che il socio rischia di perdere esclusivamente – e al massimo – la somma o il bene conferiti in società, salvaguardando sempre e comunque il proprio patrimonio personale.

⁵³ FERRANTE, U., *Il problema della qualificazione della società*, Milano, Giuffrè, 1974, rileva che nel Code de Commerce, essendo i conferimenti assoggettati al regime della comunione, mancava proprio uno strumento che “rispondesse ad un tempo alle esigenze del mondo dei traffici, che domandavano sufficienti garanzie patrimoniali per i creditori della società e agli interessi dei soci che richiedevano una adeguata protezione dei mezzi predisposti per l’esercizio dell’attività comune”. Tale strumento è appunto individuato dall’Autore nell’autonomia patrimoniale, la quale rappresenta il mezzo tecnico-giuridico essenziale fornito ai soci di ogni tipo di società – siano esse dotate o meno di personalità giuridica - per poter realizzare il loro scopo contrattuale. Parimenti GRAZIANI, A., MINERVINI, G., *Manuale di diritto commerciale*, Morano Editore, 1974, 81 rinvencono nell’autonomia patrimoniale l’elemento che accomuna tutti i tipi societari.

autonomia rispetto alle situazioni soggettive dei singoli soci⁵⁴. Con le società di capitali si dà invece vita ad una vera e propria persona giuridica, dotata di soggettività piena e di autonomia patrimoniale perfetta⁵⁵. La persona giuridica di nuova creazione costituirà quindi la “*sintesi formale del gruppo*” dei soci, consentendo in tal modo una notevole “*semplificazione*” in grado di realizzare “*scioltezza di movimenti*” e assicurare “*vitalità alla società*”⁵⁶.

L'autonomia patrimoniale, concessa tanto alle società di persone quanto alle società di capitali seppur con una diversa gradazione, svolge quindi funzioni distinte nell'ambito delle due tipologie di società: per le società di persone è lo strumento – di rilevanza prevalentemente interna alla compagine sociale - attraverso il quale i soci possono munirsi di una struttura organizzata dotata di stabilità e di un certo livello di autonomia, mentre per le seconde rappresenta un mezzo per consentire la raccolta di capitali⁵⁷. Ed infatti tale raccolta è agevolata proprio dall'immunità di cui

⁵⁴ FERRARA JR., F., CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 1992, 205 parlano a questo proposito di “patrimonio di destinazione” o “patrimonio allo scopo”, in quanto lo scopo sociale diventa preminente e i beni conferiti in società non possono “essere distratti per finalità diverse”.

⁵⁵ CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale*, Volume II, Torino, Utet, 2002, 45 afferma che le società di capitali in quanto persone giuridiche “sono per legge trattate come soggetti di diritto formalmente distinti dalle persone dei soci. La società è posta in posizione di alterità soggettiva rispetto ai soci e gode, conseguentemente, di una piena e perfetta autonomia patrimoniale”. In puncto si veda anche GRAZIANI, A., MINERVINI, G., *Manuale di diritto commerciale*, Morano Editore, 1974. Per un'evoluzione storica dell'istituto della personalità giuridica – la quale da fattore eccezionale frutto di un atto di concessione sovrana si tramuta in caratteristica ordinaria di taluni tipi societari - sia consentito rinviare a VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006 e GALGANO, F., *La società per azioni Le altre società di capitali Le cooperative*, Bologna, Zanichelli, 1973.

⁵⁶ In questi termini si esprimono FERRARA JR., F., CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 1992, 211.

⁵⁷ Mettono in luce questa duplicità di funzione JAEGER, P., G., DENOZZA, F., TOFFOLETTO, A., *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006, 106 e ss. CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale*, Volume II, Torino, Utet, 2002, 45 a questo proposito qualifica personalità giuridica e autonomia privata come due differenti “tecniche legislative” per realizzare il medesimo obiettivo: “creare le condizioni di diritto privato più propizie per la diffusione e lo sviluppo delle imprese societarie”. Tali condizioni operano lungo due direttrici: consentire ai

gode il patrimonio delle singole persone fisiche coinvolte nell'affare rispetto alle eventuali vicende negative dell'impresa⁵⁸. “*L'inconveniente massimo di chi partecipa ad una società è costituito dalla illimitatezza del rischio*” – osservava Ascarelli – “*onde appunto la ricerca di una responsabilità limitata*”⁵⁹: si riassume in questi termini la centralità che la limitazione della responsabilità assume nell'ambito delle tecniche legislative tendenti a favorire la diffusione delle imprese in forma societaria e quindi, più in generale, l'iniziativa economica privata. È infatti indubitabile che la responsabilità limitata riconosciuta ai soci di società di capitali, unitamente – con specifico riferimento alle s.p.a. - alla possibilità di liquidare agevolmente l'investimento⁶⁰, si configuri, tra tutti gli strumenti che il diritto societario mette a disposizione dell'autonomia privata⁶¹, come il principale

creditori sociali un trattamento preferenziale rispetto ai creditori personali dei soci e, allo stesso tempo, consentire ai soci di frapporre un “diaframma” – più o meno spesso – tra il loro patrimonio personale e le obbligazioni contratte dalla società.

⁵⁸ CHESSA, F., *La teoria economica del rischio e della assicurazione*, Padova, Cedam, 1929, 137 osserva che “è pacifico che la responsabilità illimitata dei soci serva di freno agli investimenti ed alle iniziative d'essi in quanto prospetta sempre il pericolo che i loro patrimoni possano essere del tutto coinvolti nelle perdite dell'impresa. Quest'alea invece viene eliminata con la costituzione delle società a responsabilità limitata nelle quali i soci assumono un rischio solo in rapporto al capitale sociale da essi conferito. Per questo appunto il capitale affluisce più facilmente nelle società per azioni anziché in quelle costituite a nome collettivo”.

⁵⁹ ASCARELLI, T., *Appunti di diritto commerciale – Società e associazioni commerciali*, Roma, Società Editrice del Foro Italiano, 1936, 6.

⁶⁰ Va peraltro rammentato che, a seguito dell'entrata in vigore del D.Lgs. 6/2003, la libera trasferibilità della partecipazione azionaria, è stata messa a dura prova. È infatti consentita l'introduzione, seppur per un periodo non superiore a cinque anni, di un vero e proprio divieto di trasferimento delle azioni ed è stato altresì legittimato l'inserimento negli statuti, seppur con il correttivo dell'obbligo di riacquisto o del diritto di recesso, di clausole limitative della circolazione dei titoli azionari cd di “mero gradimento”, le quali in sostanza ne subordinano la trasferibilità al placet, pienamente discrezionale, da parte di un organo sociale predeterminato.

⁶¹ Si esprimono in questi termini, tra gli altri, JAEGER, P., G., DENOZZA, F., TOFFOLETTO, A., *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006. MORO VISCONTI, G., *Responsabilità limitata dei soci ed illimitata degli organi societari nelle società di capitali*, Milano, Pirola Editore, 1977, NICCOLINI, G., *Il capitale sociale minimo*, Milano, Giuffrè, 1981,

“collettore” di capitali. La responsabilità limitata consente inoltre ai soci individualmente considerati di attuare una diversificazione dei loro investimenti partecipando a più imprese e dando ulteriormente modo alle società di capitali di raccogliere risorse finanziarie⁶².

Tant'è che per le iniziative economiche di più modesta portata, in relazione alle quali si manifesta l'inadeguatezza della s.p.a., verosimilmente la s.r.l., data l'esiguità del capitale sociale minimo necessario per costituirlo e la grande flessibilità organizzativa che oggi la caratterizza, sarà preferita rispetto alle società di persone⁶³. La s.r.l. nasce appunto come strumento per evitare la creazione di società per azioni di modeste dimensioni e quindi per certi versi “anomale” costituite non per mobilitare il risparmio diffuso ma semplicemente per accedere al beneficio della limitazione della responsabilità. La s.r.l. è infatti un tipo societario non destinato alla raccolta di capitali tra il pubblico, ma piuttosto finalizzato ad intraprendere iniziative economiche da finanziare con mezzi propri dei soci “fondatori”. Emblematica in tal senso è la disposizione di cui all'art. 2468 c.c. comma I, nella quale chiaramente è affermato che “*le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari*”. Sostanzialmente grazie all'introduzione della s.r.l. il beneficio della responsabilità limitata viene esteso ad iniziative imprenditoriali che

EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996.

⁶² Per questi rilievi si veda DONNA, G., *L'impresa multibusiness La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, EGEA, 2003, 20.

⁶³ Del resto la grande diffusione dell'istituto confermano tale dato. Con riferimento alle società di persone SAMUELSON, P., A., NORDHAUS, W., D., *Economia*, Milano, McGraw-Hill Libri Italia S.r.l., 1995, 108 osservano che “oggi le società di persone rappresentano soltanto una piccola parte dell'attività economica complessiva, in quanto presentano alcuni svantaggi che le rendono inadeguate per le grandi imprese. Il principale svantaggio è costituito dalla responsabilità illimitata...Il rischio rappresentato dalla responsabilità illimitata e la difficoltà di reperire i fondi spiegano perché le società di persone tendono a essere di modeste dimensioni...In molte situazioni le società di persone sono semplicemente troppo rischiose!”.

non necessitano di grossi capitali e che possono quindi essere intraprese anche con le sole risorse conferibili dai soci⁶⁴.

Ne deriva che le società di capitali – in virtù delle loro caratteristiche tipologiche – offrono la possibilità di attuare tecniche di *Risk Management* più avanzate rispetto alle società di persone. Dovendo poi effettuare un raffronto tra s.p.a. e s.r.l. non si può evitare di rilevare che la s.p.a. consente la condivisione del rischio tra un numero di soggetti potenzialmente più elevato rispetto a quanto normalmente accade nella s.r.l.⁶⁵, così favorendo l'assunzione di rischi che altrimenti non verrebbero assunti⁶⁶ e l'incremento delle dimensioni dell'impresa in modo da superare i limiti – se di limiti si può parlare - connessi alla piccola dimensione⁶⁷. A ciò si aggiunga che la s.p.a. è il tipo societario attraverso il quale è possibile attuare più agevolmente strategie di diversificazione, anche grazie

⁶⁴ Per questo rilievi si veda GALGANO, F., *La società per azioni Le altre società di capitali Le cooperative*, Bologna, Zanichelli, 1973, 230 ss., il quale afferma inoltre che nelle s.r.l. viene a mancare la contrapposizione tipica delle s.p.a. tra capitale di comando e capitale di risparmio, tra classe imprenditoriale e altre classi detentrici di ricchezza. In altre parole i soci di una s.r.l. sarebbero tutti espressione della classe imprenditoriale, seppur medio-piccola.

⁶⁵ JAEGER, P., G., DENOZZA, F., TOFFOLETTO, A., *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006 definiscono la s.p.a. “prototipo e modello del tipo ideale di società di capitali...strumento che consente di raccogliere risparmio tra un numero potenzialmente illimitato di investitori”. ZANDA, G., *La grande impresa Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Milano, Giuffrè, 1974, 154 ritiene che “l'attitudine della società per azioni a raccogliere il capitale in misura tale da eccedere le disponibilità del singolo individuo, la sua capacità di limitare il rischio dei soci all'entità dell'investimento effettuato hanno fatto di essa uno strumento assai diffuso, che è andato configurandosi come uno dei più efficaci istituti propulsivi della gran parte dei sistemi economici del mondo occidentale”.

⁶⁶ CHESSA, F., *La teoria economica del rischio e della assicurazione*, Padova, Cedam, 1929, 139 osservava “non v'ha dubbio che la costituzione e lo sviluppo delle società per azioni abbiano contribuito a far assumere al pubblico, che non partecipa direttamente alla vita delle imprese, una notevole quantità di rischi che non venivano affatto assunti, quando erano in vigore le società a responsabilità illimitata”.

⁶⁷ DI NARDI, G., *Dimensioni e struttura funzionale del sistema*, in *La dimensione d'impresa nell'economia contemporanea*, Milano, Giuffrè, 1974, 11 osserva come la raccolta di ingenti mezzi finanziari che è possibile realizzare grazie alla s.p.a. consente l'applicazione di ritrovati tecnici più costosi, favorendo l'avvento della “tecnostuttura”.

all'introduzione da parte del D.Lgs. 6/2003 degli istituti dei patrimoni e dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare⁶⁸. I patrimoni destinati peraltro, in un'ottica di fronteggiamento del rischio, non solo rappresentano validi strumenti di

⁶⁸ La diversificazione è tradizionalmente considerata efficace tecnica di *Risk Management*, essendo idonea, entro certi limiti, a eliminare o quantomeno a ridurre i rischi connessi all'investimento in un unico affare: in situazioni di incertezza circa l'esito di un affare può risultare opportuno distribuire le proprie risorse in più operazioni caratterizzate da rischi diversi, i quali difficilmente si attualizzeranno contestualmente. L'impresa *monobusiness* può quindi risultare più vulnerabile di un'impresa diversificata, la cui sorte non è legata all'andamento della domanda di un unico prodotto o ai repentini mutamenti tecnologici che possono coinvolgerlo. In applicazione di tale assunto le imprese, accanto al *core business*, scelgono spesso di intraprendere altri *business*, tramutandosi così in imprese *multibusiness*. Non vanno però trascurati gli "inconvenienti" legati alla diversificazione stessa, la quale in alcuni casi può risultare persino dannosa per l'impresa. La diversificazione comporta infatti un aumento della complessità organizzativa e spesso non consente di usufruire dei vantaggi derivanti dalla "specializzazione" tipici di un'impresa *monobusiness*. A ciò si aggiunga che l'impresa potrebbe essere indotta a mettere in secondo piano il *core business* o lasciarsi sopraffare dall' "ansia di dover diversificare", con conseguenze tutt'altro che positive sulla sua redditività. Sulla diversificazione CHESSA, F., *La teoria economica del rischio e della assicurazione*, Padova, Cedam, 1929; ". BONGINI, P., DI BATTISTA, M., L., NIERI, L., PATARNELLO, A., *Il sistema finanziario, Funzioni, istituzioni, strumenti e servizi*, Bologna, Il Mulino, 2004; PENROSE, E., T., *La teoria dell'espansione dell'impresa*, Milano, Franco Angeli Editore, 1959; DONNA, G., *L'impresa multibusiness La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, EGEA, 2003; FONTANA, F., *Strategie di diversificazione e creazione del valore*, Milano, FrancoAngeli, 2009. Con specifico riferimento ai patrimoni destinati FIMMANÒ, F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2008, 14 osserva che "il modello della separazione (patrimonio destinato) nella separazione (società per azioni) rappresenta insomma una nuova frontiera cui abbinare le efficienze della diversificazione industriale con quelle del frazionamento del rischio e della responsabilità sulla base di un vincolo di destinazione di attività e passività a scopo di garanzia, da opporre ai creditori suddividendoli in classi". EGIZIANO, L., *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Torino, Giappichelli, 2009, 24 rileva inoltre che "la separazione..., ripartendo i vari creditori su differenti assests patrimoniali (destinati a singoli affari) in base alla loro capacità di rischio, impedisce che l'avvio di affari dai risultati incerti disincentivi finanziatori non propensi a partecipare a speculazioni eccessive ed anche che ciò determini un aumento generalizzato ed inefficiente (ad esternalità negative) del costo del credito".

diversificazione ma consentono altresì di porre in essere strategie di *risk reduction*, sottraendo parte del patrimonio della società al rischio derivante da una determinata attività, e di *risk transfer* grazie alla possibilità di spostare parte del rischio legato allo specifico affare su eventuali terzi apportanti⁶⁹. Parimenti i finanziamenti destinati possono offrire ai finanziatori “*un’opportunità di temperamento del rischio*”, consentendo in tal modo alla società di accedere più facilmente al finanziamento stesso⁷⁰.

2. LE SOCIETÀ DI CAPITALI TRA AUTONOMIA PRIVATA E IMPERATIVITÀ

Il nostro diritto societario è caratterizzato da un elevato tasso di imperatività. Le ragioni del sacrificio dell’autonomia privata – in controtendenza con il generale principio sancito in materia contrattuale dall’art. 1322 c.c. – sono generalmente individuate nell’esigenza di garantire la certezza dei traffici commerciali e tutelare i molteplici interessi di coloro che a vario titolo entrano in contatto con l’impresa societaria⁷¹. Come è stato efficacemente osservato “*la società è contratto, ma non solo contratto: essa è anche organizzazione che si impone a terzi*”⁷². In altre parole

⁶⁹ Per questi rilievi LA ROSA, F., *Patrimoni e Finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Milano, Giuffrè, 2007.

⁷⁰ Sempre LA ROSA, F., *Patrimoni e Finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Milano, Giuffrè, 2007

⁷¹ Al riguardo GAMBINO, A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l’autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell’impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2002, 641. In via generale GIORDANO, D., *Le limitazioni all’autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2006, 16 osserva che nell’ambito del diritto societario “secondo un’opinione diffusa, le norme imperative dovevano ritenersi prevalenti rispetto alle norme dispositive considerato che il contratto di società ha una portata più ampia rispetto a quella di qualunque altro contratto, con la conseguenza che la rigidità del modello e della sua organizzazione era da considerarsi giustificata dall’esigenza di tutelare l’interesse dei creditori, dei soci di minoranza e dei terzi e dall’interesse pubblico in genere”.

⁷² CORAPI, D., *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2001, 152. D’ALESSANDRO, F., “*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*”. *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Rivista delle società*, I, 2003, 38, osserva che “è bene che le parti siano lasciate libere di perseguire contrattualmente le loro reciproche convenienze, perché di queste nessuno può pretendere di essere miglior giudice dei diretti interessati. Questa libertà trova però

la rilevanza *ultra partes* del contratto di società è alla base delle numerose norme imperative e inderogabili di cui il diritto societario si compone⁷³. Tali considerazioni sono poste a fondamento del principio di tipicità delle società e delle numerose norme di “organizzazione” volte a regolare il funzionamento dei vari tipi societari. In virtù di quanto disposto dall’art. 2249 c.c. l’autonomia privata ha infatti a disposizione delle “*strutture contrattuali determinate*”⁷⁴ nell’ambito delle quali è possibile inserire clausole atipiche esclusivamente nei limiti in cui non ci sia una deviazione dal tipo legale idonea a snaturare i tratti fondamentali caratterizzanti il tipo stesso⁷⁵.

Le società di capitali tuttavia, in virtù del beneficio della limitazione della responsabilità concesso ai soci, sono da sempre state caratterizzate da una maggiore compressione dell’autonomia privata rispetto a quanto accade nelle società di

un limite quando l’attività delle parti generi esternalità, ossia quando la convenienza dei contraenti è ottenuta a spese di altri soggetti”.

⁷³ Così BUSI, C., A., *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell’economia*, PICCOZZA, E., GABRIELLI, E., (diretto da), Padova, Cedam, 2008, 1, il quale nello specifico rileva che “i limiti alla libertà contrattuale dei soci scattano in primo luogo quando gli effetti della costituzione della società superano i confini contrattualistici *inter partes* per approdare in un sistema di regole che coinvolgono anche i terzi estranei alla società...questo eccezionale rilievo *ultra partes* del contratto sociale era e rimane bilanciato da un forte tasso di imperatività-tipicità”.

⁷⁴ L’espressione è di CORAPI, D., *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2001, 148. In generale sul problema dell’autonomia privata nell’ambito del diritto societario si veda ANGELICI, C., *Note minime su “La libertà contrattuale e i rapporti societari”*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2009.

⁷⁵ CORAPI, D., *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2001, 150 precisa che “per la valutazione della validità delle clausole statutarie convenzionali è necessario fare ricorso alla norma del 1° comma dell’art. 1322 cod. civ.: clausole che modificano le strutture tipiche del rapporto sono ammesse, ma soltanto nei limiti in cui esse non intaccano i principi fondamentali cui è informata la disciplina del tipo legale. Qualora avvenga ciò, la clausola è nulla ai sensi degli artt. 1418 e 1419 cod. civ., perché, anche se non è contraria ad una determinata norma imperativa di legge sulla organizzazione societaria, essa è comunque contraria alla norma imperativa contenuta nell’art. 2249”.

persone⁷⁶. L'elevato tasso di imperatività che tradizionalmente caratterizza tale tipologia di società trova giustificazione, soprattutto con riferimento alle s.p.a., non solo nell'esigenza di garantire generica tutela ai terzi, ma – più specificamente – nella necessità di offrire protezione agli investitori in quanto “contraenti deboli”⁷⁷. Per questa ragione la disciplina delle s.p.a. quotate – e in via generale delle s.p.a. aperte⁷⁸ – è connotata da una maggiore imperatività rispetto alla disciplina delle

⁷⁶ FOIS, C., *L' autonomia statutaria e i suoi limiti*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN, G., (a cura di), Padova, Cedam, 2004, 117 osserva “la fonte negoziale della società, affermata dal legislatore del 1942, non si è svolta nella logica del principio espresso dall'art. 1322 c.c...ma al contrario, l'assetto normativo è stato caratterizzato da un irrigidimento rispetto alla disciplina del codice di commercio” soprattutto con riferimento alle società di capitali in ragione del beneficio della limitazione della responsabilità concesso ai soci. Pertanto, continua l'Autore, “se l'ottica dei rapporti individuali si indirizza verso il prevalere dell'interesse sulla disciplina che dal primo è condizionata, quella societaria segna il prevalere della disciplina, e quindi dell'eteronomia sulla dinamica degli interessi”.

⁷⁷ Al riguardo si vedano BUSI, C., A., *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'economia*, PICCOZZA, E., GABRIELLI, E., (diretto da), Padova, Cedam, 2008, 2; MARCHETTI, P., *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Rivista delle società*, I, 2000, 562. ANGELICI, C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003, 9 osserva in via generale che “in definitiva, per esprimersi in termini individualistici, la tutela del socio è anche la tutela dell'investitore e viceversa”.

⁷⁸ Come noto il D.Lgs. 6/2003 ha scisso il tipo s.p.a. in due sotto-tipi: la s.p.a. chiusa, che non fa ricorso al mercato del capitale di rischio, e la s.p.a. aperta, che fa invece ricorso al mercato del capitale di rischio. Il sotto-tipo s.p.a. aperta risulta a sua volta scindibile in due ulteriori categorie: la s.p.a. con azioni quotate in mercati regolamentati e la s.p.a. con azioni, seppur non quotate, diffuse tra il pubblico in maniera rilevante. A queste tre tipologie di s.p.a. corrispondono altrettanti differenti statuti. In particolare, alle s.p.a. chiuse si applicheranno le norme codicistiche per esse dettate o, comunque, dettate per le s.p.a. senza ulteriori specificazioni; alle s.p.a. con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante si applicheranno, oltre alle norme previste per le s.p.a. in generale, le norme codicistiche ad esse espressamente riferite; alle s.p.a. quotate invece le norme del codice civile si applicheranno solo in quanto non derogate da leggi speciali e, quindi, in primo luogo dal T.U.F. Il legislatore della riforma ha in sostanza introdotto un terzo “scalino normativo” per le s.p.a. con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante, ancorché non quotate, alle quali si applica un insieme di norme imperative più ampio rispetto a quello applicabile alle s.p.a. chiuse ma meno rigido di quello applicabile

s.p.a. che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e, conseguentemente, lo spazio di manovra dell'autonomia privata risulta fortemente ridotto⁷⁹.

In via generale, con riferimento alle società di capitali, si può in un certo senso affermare che l'autonomia privata incontra “*un limite nella struttura stessa*

alle quotate. In realtà la dottrina ha sollevato delle perplessità in ordine all'idoneità di tale nuovo “scalino normativo” a ridurre le distanze tra s.p.a. quotate e non, imponendosi come efficace rimedio al constatato disincentivo alla quotazione. Per questi rilievi MOSCO, G. D., *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato da riparare in fretta*, in *Rivista delle società*, IV, 2004, 863; MESSORI, M., *Il nuovo diritto societario: una prima valutazione in chiave economica*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 279; PRESTI, G., *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Le società*, II bis, 2003, 323.

⁷⁹ MARCHETTI, P., *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Rivista delle società*, I, 2000, 564 afferma che il “trade-off tra libertà imprenditoriale e garanzie per l'investitore corrisponde, appunto, sotto il profilo giuridico formale, al trade-off tra autonomia statutaria e imperatività ... Il criterio è quello della correlazione funzionale tra apertura della società, nel senso di ricorso al finanziamento esterno diffuso, e peso della componente delle norme inderogabili. Tanto minore è il ricorso al risparmio diffuso tanto maggiore può essere lo spazio dell'autonomia statutaria e viceversa”. ROSSI, G., STABILINI, A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, I, 2003, 27 definiscono infatti gli investitori in titoli negoziati in mercati regolamentati contraenti per adesione, “in quanto nessuna prospettiva di reale contrattazione è immaginabile”, e come tali meritevoli di tutela. Al riguardo VISENTINI, G., *I principi della società per azioni come istituto giuridico delle economie di mercato: confronti con la recente riforma*, in *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, PANZIRONI, V., (a cura di), Roma, Luiss University Press, 2004 rileva che “il risparmiatore non è in grado di trattare le condizioni, se non limitatamente. Perciò i meccanismi della domanda e dell'offerta funzionano correttamente se, e soltanto se, il risparmiatore acquista fiducia nel corretto operare del mercato in presenza di regole di protezione...Si deve proteggere il sinallagma del contratto dagli abusi e sviamenti della sua causa che nel corso dell'esecuzione del rapporto la parte più forte può perpetrare a danno della parte debole...in assenza dell'intervento del legislatore la libertà dell'investitore sarebbe sacrificata a vantaggio di coloro che per la posizione economica forte s'impongono nel contratto come parte dominante. È il problema della tutela del consumatore”.

della personalità giuridica”⁸⁰. In quest’ottica l’organizzazione corporativa di carattere inderogabile che tradizionalmente caratterizza le società di capitali⁸¹, al

⁸⁰ Così GIORDANO, D., *Le limitazioni all’autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2006.

⁸¹ L’operatività del principio corporativo nell’ambito delle società di capitali è stata parzialmente attenuata dal D.Lgs. 6/2003. Con riferimento alla s.r.l. il legislatore del 2003, abbandonata la tecnica legislativa dei rinvii alla normativa in materia di s.p.a. (rinvii che, ove presenti, costituiscono ormai l’eccezione e non più la regola), ha dedicato a tale tipo societario un organico ed autonomo insieme di norme, la cui analisi ha indotto la dottrina, sin dai primi commenti, a definire la nuova s.r.l. tipo societario a metà strada tra la s.p.a. e le società di persone, una sorta di società di persone a responsabilità limitata. Tale generalizzata sensazione deriva dalla lettura delle norme in materia di organizzazione e processi decisionali, le quali, riconoscendo all’autonomia statutaria uno spazio di intervento sino ad ora ignoto alla disciplina delle società di capitali, consentono ai soci della s.r.l. di dotarsi di modelli organizzativi strutturati sulla falsariga di quelli operanti nelle società di persone, ben lontani dalla rigida struttura corporativa tipica delle società di capitali, nonché di modalità deliberative non ancorate al tradizionale metodo assembleare. SCIUTO, M., SPADA, P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G., E., PORTALE, G., B., Volume 1*, Torino Utet, 2004, 54 ritengono che “l’organizzazione corporativa non è più, nel codice civile riformato, una componente necessariamente condivisa da tutti i membri della famiglia delle società di capitali, se è vero – come è certamente vero – che nella società a responsabilità limitata l’autonomia statutaria può spingersi fino al punto di organizzare «per persone», anziché «per uffici» la funzione amministrativa”. Pur a fronte di un indubbio affievolimento del principio corporativo non pare corretto parlare di sua totale soppressione in quanto il legislatore riserva comunque – e inderogabilmente - talune materie alla competenza dell’organo amministrativo e altre ai soci. Con riferimento alla s.p.a. è stata invece concessa all’autonomia statutaria la possibilità di scegliere tra tre diversi modelli di amministrazione e controllo: il modello tradizionale caratterizzato dalla presenza di un consiglio di amministrazione o di un amministratore unico e di un collegio sindacale, il modello dualistico caratterizzato dalla presenza di un consiglio di gestione e di un consiglio di sorveglianza e il monistico caratterizzato dalla presenza di un consiglio di amministrazione e di un comitato per il controllo sulla gestione costituito al suo interno. ANGELICI, C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003, 116 rileva al riguardo che in questo modo è comunque consentito ai privati di “operare una scelta tra soluzioni alternative predisposte dall’ordinamento, ciascuna comunque caratterizzata da una propria tipicità” grazie alla “predisposizione di una serie di soluzioni organizzative” tra cui gli operatori economici potranno prediligere quella più adeguata

contrario di quanto avviene per le società di persone, si pone come una sorta di “contrappeso” al “*beneficium*” concesso ai soci⁸². Si ritiene, in altre parole, che l’organizzazione della società sia elemento idoneo ad incidere sulla tutela degli interessi di coloro che a vario titolo intrattengono rapporti con la società stessa⁸³, in

ai loro interessi. Sul concreto funzionamento dei modelli e il riparto di competenze tra i vari organi si veda MOSCO, G.D., *Nuovi modelli di amministrazione e controllo e ruolo dell’assemblea*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., Milano, Giuffrè, 2003, 121. Con riferimento alla possibilità di scelta concessa ai soci, al di là di ogni considerazione in merito alla maggiore efficienza di un modello rispetto ad un altro, la dottrina ha messo in luce che la previsione di tre diversi modelli di amministrazione e controllo potrebbe essere fonte di un arbitraggio normativo in virtù del quale le società prediligeranno il sistema organizzativo meno favorevole per le minoranze e non quello più efficiente. Per questi rilievi si veda MOSCO, G. D., *Rafforzamento dei controlli interni e indebolimenti sistematici degli organi di sorveglianza*, in *Analisi giuridica dell’economia*, I, 2006, 38. Dello stesso avviso OLIVIERI, G., *Costi e benefici dei nuovi modelli di amministrazione e controllo*, in *Profili e problemi dell’amministrazione nella riforma delle società*, SCOGNAMIGLIO, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 69. Sostiene invece l’equivalenza funzionale dei tre modelli e la neutralità degli stessi rispetto alla tutela delle minoranze CORAPI, D., *I sistemi di amministrazione e controllo nella riforma della società per azioni*, 2007, 202. BELCREDI, M., CAPRIO, L., *Struttura del CdA ed efficienza della “corporate governance”* in *Analisi giuridica dell’economia*, I, 2003, ritengono invece che per ragioni di path dependence la maggior parte delle società continuerà ad utilizzare il modello tradizionale. DENOZZA, F., *Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso dei modelli di corporate governance*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 2006, 167 ha poi osservato che a causa della globalizzazione nel lungo periodo sarà inevitabile l’unificazione dei modelli di amministrazione e controllo con la previsione di un modello comune a tutti gli ordinamenti.

⁸² Ancora GIORDANO, D., *Le limitazioni all’autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2006.

⁸³ CABRAS, G., *La forma d’impresa, Organizzazione della gestione nelle società di capitali*, Torino, G. Giappichelli Editore, 1996, 52 evidenzia come “nelle grandi imprese il tipo di struttura organizzativa ... costituisce per i terzi un indice importante per cogliere la capacità della società di esercitare l’impresa e, quindi, per valutare l’opportunità di concedere credito alla medesima società”. JAEGER, P., G., DENOZZA, F., TOFFOLETTO, A., *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006, 114 individuano proprio nell’interesse dei terzi “non

quanto una struttura organizzativa razionale ed equilibrata dovrebbe contribuire a garantire una gestione ottimale dell'impresa societaria. Al riguardo può quindi osservarsi che la ripartizione di competenze fra organi diversi, ciascuno dei quali è tenuto ad osservare specifiche regole di funzionamento ed è sottoposto ad un articolato sistema di controlli, è stata ritenuta dal legislatore la modalità organizzativa che meglio garantisce una corretta gestione.

Va peraltro rammentato che parte della dottrina – aderendo alla ben nota teoria del “*nexus of contracts*” - ricostruisce il ruolo del diritto societario in termini diametralmente opposti rispetto a quanto sinora riportato. In base alla “*nexus of contracts*” theory, infatti, la società è considerata alla stregua di una “rete di contratti” tessuta dai vari *stakeholders*: il diritto societario dovrà quindi intervenire esclusivamente qualora si renda necessaria un'integrazione dei contratti che cosituiscono l'impresa⁸⁴. Diretto corollario di tale impostazione è che lo strumento tipico attraverso il quale il diritto societario è chiamato a svolgere la sua funzione “integratrice” è costituito da norme derogabili cui le parti sono libere di attingere ogniqualvolta desiderino colmare “*i vuoti inevitabilmente presenti nel nexus societario*” senza sostenere i relativi costi di transazione⁸⁵. Il diritto societario quindi si comporrà di norme di *default* che, da un punto di vista contenutistico, dovranno rispecchiare il più possibile l'ipotetica volontà delle parti⁸⁶. In questo

disponibile da parte dei soci” l'interesse tutelato “dalla divisione di competenze e dalle regole di funzionamento dei vari organi”.

⁸⁴ Al riguardo si vedano EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996; MARCHETTI, C., *La “nexus of contracts” theory*, Milano, Giuffrè, 2000; GAMBA, C., *Diritto societario e ruolo del giudice*, Padova, Cedam, 2008

⁸⁵ Così MARCHETTI, C., *La “nexus of contracts” theory*, Milano, Giuffrè, 2000, 42.

⁸⁶ Sempre MARCHETTI, C., *La “nexus of contracts” theory*, Milano, Giuffrè, 2000, 49 dà conto delle diverse opinioni sul contenuto che le norme dispositive di diritto societario dovrebbero avere in base alla *nexus of contracts theory*. In ogni caso secondo l'opinione classica maggiormente seguita il criterio guida dovrebbe essere quello della ricerca della ipotetica volontà delle parti (*hypothetical bargain*).

contesto norme imperative saranno auspicabili unicamente in presenza di un *market failure*⁸⁷.

Il diritto societario italiano – o meglio la disciplina delle società di capitali – ha, come noto, subito profonde modifiche a seguito dell’entrata in vigore del D.Lgs 6/2003: tale provvedimento normativo ha infatti comportato una notevole riduzione delle norme inderogabili in favore di quelle aventi carattere dispositivo⁸⁸. Si è così passati – soprattutto per le società chiuse – da un sistema ad elevato tasso di imperatività ad un sistema caratterizzato da ampia flessibilità negli assetti organizzativi e partecipativi⁸⁹. Il mutato scenario ha condotto a quello che è stato

⁸⁷ Ancora una volta MARCHETTI, C., *La “nexus of contracts” theory*, Milano, Giuffrè, 2000, 157.

⁸⁸ D’ALESSANDRO, F., *“La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata”*. *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Rivista delle società*, I, 2003, 34 ha efficacemente affermato che a seguito dell’entrata in vigore del D.Lgs. 6/2003 si è verificata una vera e propria “rideterminazione della provincia del diritto societario inderogabile”. Rileva ancora GAMBINO, A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l’autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell’impresa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2002, 651 che “nel sistema determinato dalla riforma si delinea un nuovo equilibrio tra autonomia societaria e disciplina imperativa attinente all’ordine pubblico economico. La riforma ha abbandonato l’impostazione del codice civile, fondata sulla indifferenziata tutela dei terzi attraverso la prescrizione di un’inderogabile organizzazione societaria e una tipologia rigida di posizioni partecipative e finanziarie. Essa ha assunto la diversa prospettiva di consentire forme diverse di corporate governance e di agevolare l’utilizzazione delle più ampie opportunità per il finanziamento dell’impresa”.

⁸⁹ Si veda al riguardo MONTALENTI, P., *La riforma del diritto societario nel progetto della Commissione Mirone*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2000, 378 e ancora MONTALENTI, P., *La riforma delle società di capitali: prospettive e problemi*, in *Le Società*, II bis, 2003, 341. Si veda inoltre OLIVIERI, G., *Investimenti e finanziamenti nelle società di capitali*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2008. FLICK, G. M., *Gli obiettivi della Commissione per la riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, I, 2000, 6 sottolinea come la riforma delle società di capitali si sia resa necessaria anche al fine di portare a compimento “un cammino comune europeo” evitando un’altrimenti “inevitabile emarginazione rispetto ai partners europei”. ENRIQUES, L., *Interessi particolari e scelte pubbliche nella riforma delle società di capitali: più rendite; meno rigidità?*, Intervento al seminario “Riforma del diritto societario e law ed economics” presso l’Università Bocconi, 21 Maggio 2004 ha invece affermato che “le

autorevolmente definito una sorta di “*rilassamento della tipicità*”⁹⁰ che non ha però sempre determinato l’effetto sperato. In alcuni casi infatti le scelte di *deregulation* operate dal legislatore più che favorire la libera estrinsecazione dell’autonomia privata hanno finito con l’inibirla, impedendo di fatto la sperimentazione di istituti introdotti *ex novo*⁹¹. Pare quindi difficile sostenere che gli operatori preferiscano sempre e comunque l’assenza di regole, seppur di *default*, ad un modello predeterminato dal legislatore “*che non aggravi l’incompletezza del contratto*”

concessioni all’autonomia privata contenute nella nuova disciplina delle società di capitali sono... perlopiù apparenti, tutto sommato secondarie e, in ogni caso, compensate da nuovi elementi di rigidità della disciplina”. Tali nuovi “elementi di inflessibilità” sono individuati dall’Autore nella disciplina dei gruppi, la quale si presterebbe “a rendere più rischiosa, sotto il profilo giuridico, e più complessa sul piano burocratico la gestione dei gruppi di società” o ancora nelle norme in materia di interessi degli amministratori che risulterebbero “inasprite dalla riforma a danno della flessibilità della gestione sociale” e destinate “ad essere quasi sempre ignorate nella prassi o a far crescere significativamente il tasso di burocratizzazione del funzionamento dei consigli d’amministrazione”.

⁹⁰ Così D’ALESSANDRO, F., “*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*”. *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Rivista delle società*, I, 2003, 34.

⁹¹ Si pensi ad esempio agli strumenti finanziari partecipativi, sui quali ci si soffermerà in seguito. Ai fini che qui rilevano basti ricordare che il legislatore, verosimilmente proprio nel tentativo di valorizzare il più possibile il ruolo dell’autonomia statutaria, ha finito per non dedicare alle norme in materia di strumenti finanziari la dovuta attenzione, affidando agli statuti il delicato compito di prevedere i diritti da attribuire ai titolari, la loro legge di circolazione, se ammessa, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e ogni altro aspetto rilevante, senza prevedere una disciplina di *default* applicabile qualora gli statuti omettano talune indicazioni. La tecnica redazionale utilizzata, finalizzata a non comprimere eccessivamente l’autonomia privata con norme imperative, ha probabilmente sortito un effetto contrario rispetto a quello sperato, generando diffidenza e incertezza nei confronti della nuova fattispecie. Parimenti l’assenza di norme dispositive di *default*, attraverso le quali il legislatore avrebbe potuto offrire la propria “consulenza” agli operatori interessati alla fruizione del nuovo canale di finanziamento, potrebbe aver pregiudicato la concreta diffusione dell’istituto. Ad oggi non risultano infatti emissioni di strumenti finanziari partecipativi da parte di società quotate. Si registrano esclusivamente delle previsioni statutarie estremamente generiche, per lo più consistenti in mere riproduzioni del dettato normativo e inidonee a disciplinare la fattispecie nei suoi tratti qualificanti, che autorizzano, in astratto, l’emissione di tali titoli.

sociale, dia certezza riguardo alle regole applicabili e affidamento ai terzi sulla bontà di tali regole, riduca l'insorgere di controversie tra i soci, aiuti l'impresa e assicuri trasparenza nel caso di crisi"⁹².

3. L'ASSEMBLEA DEI SOCI. IN PARTICOLARE IL DIRITTO DI VOTO

A prescindere da quale sia la struttura delle norme di diritto societario da preferire, come rammentato, nelle società di capitali, in accordo con la concezione che individua nell'organizzazione "per uffici" un efficace strumento di tutela dei terzi, il legislatore ha ritenuto di dover precludere l'applicazione dell'art. 2086 c.c. e la gestione diretta della società da parte di coloro che apportano il capitale di rischio⁹³. L'organizzazione corporativa normativamente imposta, la quale prevede una rigida ripartizione di competenze tra organi diversi⁹⁴, ha persino indotto la

⁹² MOSCO, G. D., *Osservazioni sulla riforma "Mirone"*, 18.2.2000.

⁹³ GALGANO, F., GENGHINI, R., *Il nuovo diritto societario, Volume XXIX, Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 2003, 34 osservano che nelle società di capitali "la prerogativa di capo dell'impresa non spetta, come nelle società di persone, a ciascun socio, né spetta per intero ai soci: essa è, invece, ripartita fra assemblea dei soci e consiglio di amministrazione (eventualmente con l'interposizione, fra la prima e il consiglio di gestione, di un consiglio di sorveglianza), che la esercitano, ciascuno, nei limiti della propria competenza". CHIAPPETTA, F., *Diritto del governo societario*, Padova, Cedam, 2007 fa riferimento ad un potere dei soci di concorrere "solo indirettamente" all'amministrazione e al controllo della società.

⁹⁴ MOSCO, G. D., *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000 evidenzia come nelle s.p.a. la ripartizione di competenze tra organo amministrativo e assemblea sia comunque caratterizzata da una rigidità "solo tendenziale", essendo possibile intervenire in qualche maniera sul riparto legale di competenze attraverso alcune figure organizzative quali ad esempio la delega e l'autorizzazione assembleare che consentono di realizzare obiettivi diametralmente opposti. La delega consente infatti di trasferire, seppur in via non definitiva, competenze dall'assemblea all'organo amministrativo semplificando i processi decisionali, mentre l'autorizzazione, pur non incidendo sulla titolarità del potere ma solo sul suo esercizio, consente di dare voce in capitolo all'assemblea in materia di gestione. Del resto dopo l'abrogazione dell'art. 2364 c.c. comma 1° n. 4 e la sua "sostituzione" col nuovo n. 5 l'autorizzazione assembleare è l'unico modo per attribuire una qualche rilevanza alla volontà assembleare in relazione al compimento di specifici atti di gestione, pur esauendosi tale rilevanza nella mera rimozione di un vincolo all'esercizio di un potere proprio dell'organo

dottrina a parlare a tal proposito della mancanza di un effettivo esercizio in comune dell'attività economica – richiesto dall'art. 2247 c.c. – da parte dei soci.

I soci tuttavia, in qualità di *residual claimants* – titolari quindi, come più volte ribadito, del rischio di impresa – , esercitano, seppur nell'ambito di una struttura organizzata per “uffici” , poteri di impulso e controllo mediante l'esercizio del voto in assemblea.

L'assemblea, nell'impostazione più risalente, era ritenuta “*organo sovrano della società*”⁹⁵, la quale, per ragioni di opportunità e sulla base di un rapporto fiduciario assimilabile al mandato, attribuiva il potere di gestire la società all'organo amministrativo.

Con specifico riferimento alle s.p.a. la concezione dell'assemblea come organo sovrano è stata gradualmente superata, in quanto la disciplina di tale tipo societario nei vari ordinamenti giuridici è stata caratterizzata da un graduale e “*progressivo declino dell'assemblea a vantaggio degli amministratori*”⁹⁶.

amministrativo il quale sarà comunque libero di decidere se compiere o meno l'atto autorizzato rimanendone responsabile in via esclusiva.

⁹⁵ Si esprimeva in questi termini ASCARELLI, T., *Appunti di diritto commerciale – Società e associazioni commerciali*, Roma, Società Editrice del Foro Italiano, 1936, 251. Fiorentino, A., *Gli organi delle società di capitali Assemblea – Amministratori – Sindaci*, Napoli, Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, 1950, definisce l'assemblea “organo massimo della società al quale è attribuita una sfera molto ampia di competenza ed un potere di preminenza sugli altri organi sociali”.

⁹⁶ Così LENER, R., TUCCI, A., (a cura di) *Le società di capitali – L'assemblea nelle società di capitali*, in *Trattato di diritto privato*, BESSONE, M., (diretto da), 2001. MOSCO, G. D., *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000, 84 dà conto di questo “processo evolutivo che ha portato un assetto organizzativo caratterizzato inizialmente dalla pienezza di attribuzioni in capo all'assemblea, con gli amministratori nella veste di semplici mandatari, a tramutarsi in un modello di segno opposto nel quale sono gli amministratori l'organo destinato al governo della società, mentre le competenze dell'assemblea si racchiudono in un'area circoscritta di prerogative fondamentali”. Tale processo evolutivo è stato inevitabilmente determinato dallo sviluppo del capitalismo e dal conseguente affermarsi delle public companies. TUCCI, A., *Gestione dell'impresa sociale e “supervisione” degli azionisti – L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano, Giuffrè, 2003, 17 mette in luce come il progressivo declino dell'assemblea si sia fortemente accentuato con la riforma del 2003, la quale ha comportato un “deciso

L'assemblea è ormai organo con competenze enumerate, mentre l'organo amministrativo è titolare di una vera e propria riserva di gestione, spettando a quest'ultimo il compimento di tutti gli atti inerenti la gestione dell'impresa e l'attuazione dell'oggetto sociale. L'organo amministrativo ha quindi una competenza di carattere generale che ingloba tutti gli atti non specificamente ricondotti dal legislatore alla competenza assembleare⁹⁷. Né lo statuto o gli amministratori, contrariamente a quanto accadeva in passato, possono riservare all'assemblea talune decisioni in materia gestoria⁹⁸. Gli amministratori finiscono

ridimensionamento del ruolo dell'assemblea, a vantaggio degli amministratori e, in definitiva, del socio (o gruppo dei soci) di maggioranza”.

⁹⁷ Ed infatti ai sensi dell'art. 2380-bis 1° comma c.c. le gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori. Sul punto MOSCO, G. D., *Commenti agli artt. 2380 e 2380 bis c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Volume II artt. 2380-2448 c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004, rispettivamente 579, 588.

⁹⁸ TUCCI, A., *Gestione dell'impresa sociale e “supervisione” degli azionisti – L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano, Giuffrè, 2003, 22 al riguardo ha osservato che la scelta di abrogare l'art. 2364. c.c. comma ° n. 4 “si pone in palese contrasto rispetto al dichiarato intento di ampliare i margini di intervento dell'autonomia statutaria e ha l'effetto di appiattire la disciplina delle società per azioni su un modello di governo dell'impresa che può forse dirsi congruo alla realtà delle società per azioni che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, ma che non ha ragione di essere imposto in ogni caso ai privati che intendano utilizzare il tipo delle società per azioni”. Parimenti ABBADESSA, P., *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimenti nella legge di riforma*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 542 ritiene tale scelta del legislatore “fortemente discutibile, soprattutto se si tiene conto che le clausole attributive di competenza all'assemblea riguardo ad atti di gestione di particolare rilevanza risultano assai diffuse nella prassi delle società per azioni chiuse, e che la dichiarata filosofia della riforma è quella della valorizzazione dell'autonomia statutaria”. In questo senso e con specifico riferimento alle società chiuse anche MOSCO, G. D., *Riforma societaria, organizzazione interna delle società per azioni chiuse e piccole e medie imprese*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 1079. CALANDRA BONAURA, V., *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004 evidenzia come “la tesi che vorrebbe escludere la possibilità da parte degli amministratori di sottoporre spontaneamente decisioni gestorie all'esame dell'assemblea appare priva di una convincente giustificazione e, nello stesso tempo, non delinea un modello di rapporti tra organo amministrativo ed assemblea che possa ritenersi

pertanto con l'allontanarsi sempre più dal ruolo di semplici mandatari dell'assemblea acquisendo una crescente autonomia nella gestione della società⁹⁹.

Quanto alla s.r.l. nell'impianto originario del codice del 1942 il modello organizzativo di tale tipo societario era strutturato sulla falsariga di quello previsto in materia di s.p.a. sia con riferimento alla necessaria sussistenza di organi distinti sia per quel che concerneva il riparto di competenze tra gli stessi¹⁰⁰. A seguito

conforme a principi di corretta *governance* della società. Infatti da un lato essa priva i soci di una tutela preventiva rispetto al compimento di operazioni che possono incidere gravemente sui loro diritti e sul valore della loro partecipazione e per le quali non è previsto il ricorso all'exit, dall'altro non consente neppure agli amministratori di subordinare il compimento di dette operazioni al preventivo consenso dei soci, in omaggio ai principi di correttezza e di trasparenza". Non sembrano escludere la possibilità e l'opportunità che gli amministratori decidano di sottoporre all'assemblea particolari progetti di operazioni di gestione, pur essendo esclusa ogni vincolatività della decisione assembleare (al contrario di quanto accadrebbe invece in ipotesi di autorizzazione assembleare negativa) e rimanendo ferma la responsabilità dell'organo amministrativo RESCIO, G. A., *L'assemblea nel progetto di riforma delle società di capitali*, reperibile su www.notarlex.it e COLOMBO, G. E., *Amministrazione e controllo*, reperibile su www.notarlex.it. Tale tipologia di delibera assembleare potrebbe valere per il secondo Autore come "consultazione" o come "sondaggio", mentre per il primo avrebbe la funzione di "mantenere il rapporto di fiducia con la base sociale" o di "arbitraggio, per poter prendere una decisione strategica quando il consiglio è diviso al suo interno".

⁹⁹ MOSCO, G. D., *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000, 87 sintetizza le ragioni che rendono necessaria una crescente autonomia degli amministratori, individuandole nella necessità di garantire una gestione ottimale dell'impresa e di mediare tra i vari interessi in gioco grazie alla professionalità, alla specializzazione e alla neutralità dei managers che sarebbero da preferire rispetto al disinteresse, all'incompetenza e all'egoismo degli azionisti.

¹⁰⁰ SANZO, S., *Le decisioni dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 336 sottolinea appunto come la differenziazione della s.r.l. rispetto alla s.p.a. fosse minima e per lo più "determinata sia dal diverso mezzo di partecipazione al capitale sociale, sia da un'idea di minore formalismo dei meccanismi di funzionamento, da ricollegarsi ad una base di partecipazione più ristretta rispetto a quella ipotizzata per la s.p.a.". BENAZZO, P., *Competenze di soci e amministratori nelle s.r.l.: dall'assemblea fantasma all'anarchia?*, in *Le società*, 7, 2004, 808. rileva che non c'era però perfetta identità tra s.p.a. e s.r.l. sul piano della struttura ed infatti nelle s.r.l. "l'organo dei soci esisteva solo sulla carta", mentre sul piano del funzionamento "il sistema delle azioni di responsabilità e, più in generale, quello dei

dell'entrata in vigore del D.Lgs. 6/2003 lo scenario è completamente mutato e la s.r.l. ha acquisito piena autonomia tipologica, affrancandosi dal marginale ruolo cui era stata fino ad allora relegata¹⁰¹. In particolare la struttura organizzativa interna alla società è stata integralmente rivisitata e lo stesso può dirsi per il riparto di competenze. In primo luogo l'autonomia statutaria – in alternativa alla “classica” previsione di un consiglio di amministrazione ispirato al metodo collegiale (o di un organo amministrativo monocratico) – può attingere ai modelli organizzativi dell'amministrazione congiuntiva o disgiuntiva propri delle società di persone e, circostanza ancor più rilevante, può modulare in vario modo il riparto di competenze tra organo amministrativo e assemblea dei soci coinvolgendo sempre più questi

controlli risentiva dei difetti legati al meccanismo maggioritario plutocratico che la s.r.l. mutuava dal modello azionario. Con la conseguenza che, molto spesso, la s.r.l., quale società per sua natura priva di un effettivo mercato secondario per la circolazione delle quote, diveniva la prigione (non certo dorata) per i soci sotto la soglia del controllo. Prigionia la quale, a sua volta, o finiva per legittimare posizioni di dominio (per lo più individuale) opache, ovvero scatenava lotte intestine senza fine, con buona pace tanto di un corretto esercizio del potere di impresa, quanto dell'istanza di efficiente allocazione delle risorse economiche”.

¹⁰¹ Sulla nuova s.r.l. e le relative caratteristiche tipologiche si vedano, tra gli altri, ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, OLIVIERI, G., PRESTI G., VELLA F., (a cura di), Bologna, Il Mulino, 2003; CAMPOBASSO, G., F., *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, Utet, 2003; CORSI, F., *Le nuove società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2003; DI SABATO, F., *Diritto delle società*, Milano, Giuffrè, 2003; GALGANO, F., GENGHINI, R., *Il nuovo diritto societario, Volume XXIX, Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 2003; SALANITRO, N., *Profili sistematici della società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2005; AA. VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2003; CAGNASSO, O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di Diritto Commerciale – Volume quinto*, COTTINO, G., (diretto da), Padova, Cedam, 2007; CAPO, G., *Il governo dell'impresa e la nuova era della società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 501; MONTAGNANI, C., *La fattispecie costitutiva*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 27; NIGRO, A., *La società a responsabilità limitata nel nuovo diritto societario: profili generali*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 3.

ultimi nella gestione della società¹⁰². Ed infatti i soci possono deliberare, oltre che sulle materie riservate alla loro competenza esclusiva ai sensi dell'art. 2479 comma 2°, anche “sulle materie riservate alla loro competenza dall'atto costitutivo, nonché sugli argomenti che uno o più amministratori o tanti soci che rappresentano almeno un terzo del capitale sociale sottopongono alla loro approvazione”¹⁰³. Tale stato di cose ha indotto alcuni commentatori a prospettare la possibilità di abbandonare il sistema della ripartizione di competenze per uffici fino ad arrivare all'eliminazione dell'organo amministrativo¹⁰⁴. Al riguardo va però rammentato che il 6° comma dell'art. 2475 c.c. individua una serie di competenze riservate inderogabilmente all'organo amministrativo, prevedendo appunto che “la redazione del progetto di bilancio e dei progetti di fusione o scissione, nonché le decisioni di aumento del capitale ai sensi dell'art. 2481 sono in ogni caso di competenza dell'organo amministrativo”. Tale norma sembra militare per la necessaria sussistenza di un

¹⁰² Al riguardo MOSCO, G., D., *Funzione amministrativa e sistemi di amministrazione*, scritto inedito, consultato per concessione dell'autore e destinato al *Trattato delle società a responsabilità limitata*, IBBA, C., MARASÀ, G., (diretto da); ALLEGRI, V., *L'amministrazione della società a responsabilità limitata dopo la recente riforma*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 149; BENAZZO, P., *Competenze di soci e amministratori nelle s.r.l.: dall'assemblea fantasma all'anarchia?*, in *Le società*, 7, 2004, 808; BUONOCORE, V., *L'organizzazione interna della società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2004, 589; CAPO, G., *Il governo dell'impresa e la nuova era della società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 501; COLOMBO, G. E., *Amministrazione e controllo*, reperibile su www.notarlex.it; IOZZO, F., *I sistemi di amministrazione nella s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 413; SANDULLI, M., *Le decisioni dei soci*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 225; SANZO, S., *Le decisioni dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 333.

¹⁰³ Art. 2479 1° comma c.c.

¹⁰⁴ BENAZZO, P., *Competenze di soci e amministratori nelle s.r.l.: dall'assemblea fantasma all'anarchia?*, in *Le società*, 7, 2004, 810 ritiene “che l'autonomia statutaria potrebbe giungere sino alla soppressione della necessità di procedere alla nomina degli amministratori ed eliminare, in questo modo, la distinzione stessa tra qualità di socio e ufficio amministrativo, trapiantando nella s.r.l. la sequenza tipica delle società di persone: socio – amministratore – rappresentante”.

organo amministrativo distinto dalla collegialità dei soci e quindi per la permanenza di un'organizzazione di tipo corporativo, seppur embrionale e molto semplificata¹⁰⁵.

Dal quadro normativo brevemente descritto emerge comunque un'inversione di tendenza rispetto al ruolo dell'assemblea nella s.p.a.: in altre parole nella s.r.l., contrariamente a quanto si registra nelle s.p.a., si assiste ad una crescente rilevanza del ruolo dei soci¹⁰⁶, i quali possono erodere le competenze dell'organo amministrativo, attraendo nella propria sfera di competenza anche decisioni inerenti la gestione della società, con l'unico limite di cui al 6° comma dell'art. 2475 c.c. Peraltro, alla luce della semplificazione dei processi decisionali che consente di discostarsi – in virtù di un'opzione statutaria in tal senso – dal metodo assembleare, fatta eccezione per le materie di cui al 4° comma dell'art. 2479 c.c., pare più corretto parlare di centralità della “collettività dei soci” più che di centralità dell'organo assembleare in senso stretto¹⁰⁷.

¹⁰⁵ In questo senso CAGNASSO, O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di Diritto Commerciale – Volume quinto*, COTTINO, G., (diretto da), Padova, Cedam, 2007. Sul punto MOSCO, G., D., *Funzione amministrativa e sistemi di amministrazione*, scritto inedito, consultato per concessione dell'autore e destinato al *Trattato delle società a responsabilità limitata*, IBBA, C., MARASÀ, G., (diretto da).

¹⁰⁶ CAPO, G., *Il governo dell'impresa e la nuova era della società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 503 osserva appunto che dalle nuove norme in materia di riparto di competenze nella s.r.l. “deriva la frapposizione di una linea di confine affatto elastica fra l'area delle attribuzioni proprie dell'apparato amministrativo e le materie che è dato attrarre alla sfera decisionale dei soci, in evidente controtendenza con l'evoluzione della disciplina della società per azioni”.

¹⁰⁷ BUONOCORE, V., *L'organizzazione interna della società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2004, 596 evidenzia che “l'assemblea della società, intesa come riunione formale di tutti i soci convocata secondo una procedura predeterminata, esiste, ma non è più la sede esclusiva e naturale per l'adozione delle determinazioni dei soci...decisione dei soci costituisce, nel linguaggio del riformatore, l'alternativa alla deliberazione assembleare, perché la decisione viene presa al di fuori del contesto assembleare e senza l'adozione del metodo collegiale...l'adozione del metodo collegiale, con la conseguente necessità di convocare l'assemblea per l'adozione di una deliberazione assembleare come espressione della volontà sociale, è la strada indicata dal riformatore se l'atto costitutivo non dispone diversamente ed è comunque obbligatoria sia quando occorra deliberare una modificazione dell'atto costitutivo, sia per il compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto

In ogni caso, a prescindere dal mutevole ruolo che l'organo assembleare ha assunto all'esito dei processi evolutivi sopra brevemente delineati che hanno interessato, seppur in senso diametralmente opposto, la s.p.a. e la s.r.l., opinione condivisa è che il diritto di voto sia fondamentale per il corretto funzionamento della società. Ed infatti il contratto di società è ontologicamente incompleto: è pertanto indispensabile attribuire a qualcuno il potere di intervenire ogniqualvolta si renda necessario il suo completamento. Il meccanismo di completamento prescelto da tutti gli ordinamenti consiste appunto nell'attribuzione del diritto di voto a determinati soggetti chiamati a nominare le cariche sociali, approvare i risultati economici della gestione rendicontati attraverso il bilancio, nonché a prendere tutte quelle decisioni fondamentali per la società che si collocano al di fuori della gestione corrente¹⁰⁸. I

sociale determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti dei soci, sia, infine, quando ne è fatta richiesta da uno o più amministratori o da un numero di soci rappresentanti almeno un terzo del capitale sociale". Per RESCIO, G. A., *L'assemblea nel progetto di riforma delle società di capitali*, reperibile su www.notarlex.it "scompare l'assemblea come luogo esclusivo o privilegiato imposto dalla legge per la composizione dei conflitti di interessi tra soci e per la formazione di decisioni ponderate degli stessi, sulla scorta di un procedimento documentato e articolato in convocazione, riunione, discussione e votazione simultanea".

¹⁰⁸ GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004, 73 osserva come lo svolgimento dell'attività sociale "comporta l'istituzione di un meccanismo di governo dell'iniziativa che esige l'attribuzione in capo almeno ad una categoria del potere di produzione giuridica dell'attività e del potere di designare i soggetti incaricati della gestione dell'impresa. È, in altri termini, la necessità di governare la società la ratio del diritto di voto in relazione alla nomina delle cariche sociali e dell'approvazione dei risultati economici dell'operato dei gestori". Ancora EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996, 83 affermano che "il diritto di voto esiste nelle società di capitali perché qualcuno deve avere il potere residuo di agire (o delegare) quando i contratti non sono esaurienti". Analogamente FRÈ, G., *Società per azioni. Art. 2325 – 2461*, in *Commentario del codice civile*, SCIALOJA, A., BRANCA, G., (a cura di), Bologna, Zanichelli, 1982, rileva come la soppressione del diritto di voto impedirebbe la formazione della volontà della società – ente collettivo impedendo, di fatto, "il regolare svolgimento della vita della società", in quanto il diritto di voto "si differenzia ... da tutti gli altri diritti che competono al socio in quanto ad esso corrisponde un'attività individuale di quest'ultimo che è necessaria alla vita della società". RIVOLTA, G., C., M., *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1965, 149

soci, in qualità di *residual claimants* ed effettivi titolari dell'affare, sono i soggetti più indicati ad esercitare il potere di completamento del contratto sociale attraverso il voto; sono in altre parole dotati “*degli incentivi appropriati per prendere decisioni discrezionali*” e, allo stesso tempo, “*la consapevolezza degli amministratori di essere controllati da chi ha i giusti incentivi*”¹⁰⁹, unitamente alla possibilità di essere rimossi dal loro incarico, li induce a gestire la società nell'interesse degli azionisti. È per queste ragioni che il diritto di voto segue “*la pretesa sul residuo*”¹¹⁰. In sintesi la

parla di strumentalità rispetto al funzionamento della società e quindi alla “realizzazione del fine lucrativo comune e, mediamente, del guadagno individuale di ogni membro”. Quanto alle competenze dell'assemblea ANGELICI, C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003, 92 osserva che esse hanno “fondamentalmente per oggetto l'organizzazione della società” spettando all'assemblea “le decisioni in merito all'assetto statutario della società nonché alla nomina, revoca e responsabilità dei componenti degli organi sociali, mentre le sono precluse decisioni relative alla gestione imprenditoriale e agli assetti finanziari e organizzativi”.

¹⁰⁹ Così EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996, 83.

¹¹⁰ Si esprimono in questi termini sempre EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996, 84. VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006, afferma che “le azioni, come apporto di rischio, attribuiscono con il voto nell'assemblea la legittimazione alla gestione della società: attribuiscono la titolarità sostanziale dell'impresa, sintetizzata nella posizione di socio. Le azioni sono un rapporto di partecipazione al rischio e perciò alla gestione dell'impresa” e ancora, p. 259, che “il voto riflette (compensa) il rischio”. ANGELICI, C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003, 51 parla appunto di soci come residual claimants ai quali di conseguenza spetta un power of control. Ancora REBOA, M., *Proprietà e controllo di impresa, Aspetti di corporate governance*, Milano, Giuffrè Editore, 2002, 40 sostiene che i soci “sono detentori dei diritti di controllo residuale; ciò sta a significare che il diritto al rendimento residuale assegna loro la facoltà di assumere ogni decisione riguardante l'uso del bene-impresa, semprechè ciò non modifichi quanto spetta ad altri per contratto o non sia contrario a quanto imperativamente fissato per norme di legge”. Peraltro va segnalato che nel modello dualistico talune attribuzioni tipiche dell'assemblea passano in capo al consiglio di sorveglianza. Si tratta delle funzioni cd para-assembleari che, come osservato da ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, OLIVIERI, G., PRESTI G., VELLA F., (a cura di), Bologna, Il Mulino, 2003, 207 “erodono significativamente quelle dell'assemblea

partecipazione al capitale, in quanto sinonimo di proprietà pro-quota dell'impresa, attribuisce di per sé il diritto ad ingerirsi, seppur indirettamente, nella gestione sociale: ai soci, in virtù della titolarità del rischio d'impresa, viene riconosciuto il diritto di contribuire alla conduzione dell'affare sociale attraverso la nomina dei gestori e la partecipazione diretta alle decisioni inerenti la modifica delle condizioni del rischio¹¹¹. Al contempo i soci sono chiamati ad intervenire ogniqualvolta sia necessario modificare gli elementi fondamentali del contratto sociale e, in ultima analisi, le caratteristiche dell'investimento stesso.

Sulla natura del voto, qualificato talvolta come potere, talaltra come poterdovere o come diritto¹¹², la dottrina si è lungamente soffermata. Al di là di tali classificazioni il voto è intuitivamente funzionale alla formazione della volontà della società e conseguentemente al corretto funzionamento dell'organizzazione collettiva. Si tratta quindi di una posizione giuridica soggettiva che trascende in un certo qual modo l'interesse individuale del socio assumendo una valenza più ampia¹¹³. Il diritto di voto però, seppur connesso agli interessi di carattere generale

ordinaria". FORTUNATO, S., *I controlli nella riforma delle società*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, RESCIGNO, M., SCIARRONE ALDIBRANDI, A., (a cura di), Milano Giuffrè, 2004, 105 parla di "compiti sottratti all'assemblea ordinaria" che per BALP, G., *2409-octies*, in *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, GHEZZI, F., (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, MARCHETTI, P., BIANCHI, L., A., GHEZZI, F., NOTARI, M., (diretto da), Milano, Giuffrè, 2005, 7 determinano "un significativo arretramento del peso dei soci nell'organizzazione corporativa".

¹¹¹ LAMANDINI, M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, 118 ss. ricostruisce in questi termini le ragioni di tale scelta regolatoria non senza evidenziarne le criticità.

¹¹² Per questi rilievi e i relativi riferimenti bibliografici si vedano RIVOLTA, G., C., M., *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1965 e BUONOCORE, V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Morano Editore, 1960.

¹¹³ Per ASCARELLI, T., *Appunti di diritto commerciale – Società e associazioni commerciali*, Roma, Società Editrice del Foro Italiano, 1936, 257 "il voto non viene conferito al socio nel suo interesse individuale, ma nell'interesse sociale" e, a riprova di tale circostanza, fa riferimento alla problematica del socio in conflitto di interessi al quale nella previgente disciplina veniva inibito il voto perché in questo sarebbe venuta meno "la ragione legislativa della concessione del voto".

cui si è fatto riferimento, resta, in ultima analisi, strumentale alla realizzazione delle pretese patrimoniali dei soci che rappresentano il fine ultimo per cui l'iniziativa economica collettiva viene intrapresa¹¹⁴. La qualità di socio implica quindi l'attribuzione di diritti patrimoniali, tramite i quali i risultati dell'attività economica vengono imputati ai titolari dell'affare, e diritti amministrativi – primo fra tutti il diritto di voto – che consentono la produzione giuridica dell'attività e il conseguimento di quei risultati a contenuto patrimoniale cui i soci aspirano.

4. PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ TRA RISCHIO E GESTIONE

Una volta individuate le ragioni per cui il potere di completamento del contratto sociale, attuato tramite il voto, spetta ai soci è necessario interrogarsi su come tale potere vada distribuito tra i soci.

Con riferimento alle s.p.a. il codice del 1865 attribuiva allo statuto la possibilità di individuare le modalità di esercizio del diritto di voto e i quorum deliberativi, mentre il codice del 1882 prevedeva il voto scalare, salva diversa previsione statutaria. È solo con il codice del 1942 che venne codificata la regola “un'azione – un voto” espressione di un generale principio di proporzionalità tra rischio assunto e potere di ingerirsi nell'affare sociale, presidiato dalla proporzionalità tra conferimento e numero di azioni assegnate.

Si riteneva infatti che il potere di influenzare le scelte di gestione dovesse essere direttamente proporzionale al rischio sopportato: ad un maggiore investimento doveva corrispondere un maggior potere di concorrere alla gestione della società attraverso i meccanismi tipizzati dal legislatore. Chi aveva investito più risorse nella società, sopportando un maggior rischio, veniva individuato come il soggetto più idoneo a decidere le sorti della società, seppur attraverso la nomina degli amministratori e il costante monitoraggio del loro operato, e a garantire una gestione ottimale¹¹⁵. In tal modo il principio di proporzionalità non si esauriva in un

¹¹⁴ RIVOLTA, G., C., M., *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1965.

¹¹⁵ D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 142 rileva in via generale che “l'affermazione del principio della relazione «potere - rischio», inteso come regola di proporzionalità tra potere attribuito al socio nella società ed entità del rischio da questi assunto attraverso la partecipazione sociale, ha da tempo accompagnato il pensiero giuridico. Il fondamento sistematico della regola è stato individuato

principio organizzativo con valenza meramente interna, finendo per coinvolgere anche i terzi che intrattenevano a vario titolo rapporti con la società, i quali potevano fare affidamento sulla circostanza che il potere decisionale nell'ambito della società era allocato nella maniera più efficiente possibile¹¹⁶. Questa concezione era ovviamente strettamente legata alla teoria che individua una diretta corrispondenza tra creazione di valore per i soci e creazione di valore per tutti gli *stakeholders*¹¹⁷.

In ogni caso già prima della riforma del 2003 il principio di proporzionalità tra rischio e gestione non operava in maniera assoluta. Era infatti accordata alle

nella considerazione per cui l'azionista è il soggetto che nutre maggiore interesse alla gestione della società attraverso l'esercizio del diritto di voto, in quanto egli è il beneficiario dei guadagni ed è colui che sopporta il rischio di eventuali perdite, con la conseguenza che l'attribuzione del potere di gestione al soggetto che ha maggiormente investito garantisce una più proficua gestione della società, oltre a consentire al mercato di capitali di operare in modo più corretto”.

¹¹⁶ Al riguardo GAMBINO, A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1, 378 precisa che la proporzionalità tra rischio e gestione risponde “al fine primario di tutela dei terzi, che possono fare affidamento solo sul patrimonio sociale, la cui corretta gestione è garantita dalla responsabilità di chi partecipa ad essa”. Di diverso avviso D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 160 il quale afferma che “per i terzi creditori della società è indifferente il modo in cui i conferimenti e le partecipazioni sociali siano ripartiti tra i soci, purché sia garantita l'effettività del capitale sociale” e che “l'autonomia statutaria consentita al momento della strutturazione della partecipazione al capitale della società e della modulazione dei diritti ad essa inerenti assume, dunque, un carattere in larga parte neutro rispetto agli interessi sostanziali dei soci e dei terzi”.

¹¹⁷ REBOA, M., *Proprietà e controllo di impresa, Aspetti di corporate governance*, Milano, Giuffrè Editore, 2002 evidenzia la necessità di accogliere una nozione di valore economico aziendale parzialmente differente da quella che privilegia lo *shareholder value* – nozione propria della letterature anglosassone – che tenga conto anche del “valore trasmesso nel medio – lungo termine ai clienti, ai fornitori, ai dipendenti, ai finanziatori – non azionisti e alla collettività in generale” (cd *stakeholder value*). L'Autore riconosce comunque che la prospettiva dello *shareholder value* va comunque posta “al centro del processo allocativo delle risorse finanziarie per la dimostrata superiore razionalità della metodologia soggiacente e, non da ultimo, per la possibilità che essa offre, a differenza di altre angolazioni valutative, di potersi sempre tradurre in strumenti di valutazione quantitativa”.

s.p.a. la possibilità di creare categorie di azioni con voto limitato alla sola assemblea straordinaria e le s.p.a. con azioni quotate potevano persino emettere azioni prive del diritto di voto¹¹⁸. In entrambi i casi però il sacrificio sul versante dei diritti

¹¹⁸ Ai sensi dell'art 2351 c.c. vecchio testo, ferma restando la regola di carattere generale *one share – one vote*, l'atto costitutivo poteva stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società avessero diritto di voto limitato alla sola assemblea straordinaria. Tuttavia tali azioni non potevano superare la metà del capitale sociale. Le azioni di risparmio invece, la cui disciplina è tuttora vigente e la cui emissione è, come noto, riservata alle sole società quotate, sono del tutto prive del diritto di voto, ma a tale privazione deve corrispondere un privilegio patrimoniale la cui entità è stabilita dallo statuto. Peraltro le ragioni che avevano indotto il legislatore a prevedere strumenti di partecipazione al capitale di rischio dotati di privilegi patrimoniali e con diritti amministrativi limitati è di intuitiva evidenza. La s.p.a. è infatti per sua stessa vocazione destinata alla raccolta del risparmio diffuso e il pubblico dei risparmiatori è interessato al rendimento dell'investimento più che al peso del suo voto in assemblea. Al riguardo VISENTINI, G., *I principi della società per azioni come istituto giuridico delle economie di mercato: confronti con la recente riforma*, in *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, PANZIRONI, V., (a cura di), Roma, Luiss University Press, 2004 osserva appunto che “gli azionisti diffusi tra il pubblico dei risparmiatori non sono interessati alla gestione. Il loro interesse di risparmiatori è concentrato nei diritti patrimoniali: dividendi e liquidità delle azioni, la quale dipende dalla liquidità del mercato e dalla qualità dello stesso nella formazione dei prezzi: si dice che essi votano negoziando le azioni: sono soci del mercato”. GHEZZI, F., *Commento all'art. 137 T.U.F.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario, Tomo II*, MARCHETTI, P., BIANCHI L. A., (a cura di), Milano, Giuffrè, 1999, 1245 sintetizza efficacemente le dinamiche che possono coinvolgere i piccoli azionisti affermando che “gli azionisti titolari di partecipazioni irrilevanti e comunque non determinanti per l'esito della votazione sono incentivati a tenere comportamenti di free-riding, astenendosi dal partecipare all'assemblea e così risparmiando i costi di informazione e partecipazione connessi alla votazione, nella speranza che altri soci esercitino il voto e un controllo ottimale sulla gestione... Per altro verso, anche a prescindere da comportamenti opportunistici, se l'azionariato è particolarmente diffuso emerge l'ulteriore profilo della *cd apatia* razionale che colpisce ciascun azionista minore. Se anche l'azionista fosse perfettamente consapevole che un comportamento di free rider porterebbe ad un grado di controllo sui gestori inferiori a quello ottimale e dunque, potenzialmente, a profitti minori, egli si astiene comunque e razionalmente dall'attività deliberativa della società. I costi per l'acquisizione e l'elaborazione delle informazioni e quelli connessi alla partecipazione in assemblea sono infatti costi fissi che ciascun socio deve

amministrativi doveva essere necessariamente compensato da un privilegio di natura patrimoniale. In altre parole era opinione condivisa che fosse necessario un “riequilibrio causale” in virtù del quale i diritti amministrativi potevano essere validamente compressi solo a fronte di una monetizzazione del sacrificio¹¹⁹. Si riteneva pertanto che il principio di proporzionalità – che costituiva la regola generale di *default* – potesse essere derogato ma mai integralmente: in ogni caso doveva essere garantito un bilanciamento tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali¹²⁰. Si osservava, tra l’altro, che limitazioni del diritto di voto erano compatibili col sistema e in quanto tali espressamente ammessi dal legislatore, mentre lo stesso non poteva dirsi per situazioni di “pluspotere” rispetto all’investimento effettuato, essendo comunque vietata l’emissione di azioni a voto plurimo¹²¹. In conclusione quindi si riteneva che solo una riduzione del rischio attuata mediante il riconoscimento di un privilegio di natura patrimoniale potesse legittimare una riduzione dei poteri di *voice* riconosciuti ai soci. A ben vedere però

sopportare indipendentemente dal quantitativo di azioni possedute. I benefici derivanti dall’esercizio del diritto di voto sono invece divisibili tra tutti i soci. Nel caso di società con un gran numero di azionisti, il beneficio che ciascun socio trarrebbe dalla partecipazione in assemblea risulterebbe dunque inferiore al costo che egli dovrebbe sopportare per il perseguimento del bene collettivo”.

¹¹⁹ VISENTINI, G., *I principi della società per azioni come istituto giuridico delle economie di mercato: confronti con la recente riforma*, in *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, PANZIRONI, V., (a cura di), Roma, Luiss University Press, 2004 sottolinea che il principio un’azione un voto deve ritenersi principio “sottinteso al sistema, tendenzialmente generale, con il quale comunque è bene che il legislatore si confronti quando dispone deroghe. Le limitazioni al diritto di voto devono essere riequilibrare da altri vantaggi o diritti” poiché “quando le limitazioni o l’esclusione non trovano compenso il rapporto si trasforma nella gestione fiduciaria di beni altrui, e si accentuano i vincoli fiduciari dell’amministratore, ormai in posizione di trustee, soggetto a speciali vigilanze e controlli anche di portata amministrativa”.

¹²⁰ Così GAMBINO, A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1, 378.

¹²¹ Si esprime in questi termini CALVOSA, L., *La partecipazione eccedente*, Milano, Giuffrè, 2000, 170 la quale sottolinea come il socio, proprio in virtù del divieto di emissione di azioni a voto plurimo, possa acquisire una situazione di plus-potere esclusivamente tramite meccanismi “extra-azionari”, come ad esempio la conclusione di accordi parasociali.

il privilegio patrimoniale non doveva essere necessariamente accompagnato da una limitazione dei diritti amministrativi e, nello specifico, del diritto di voto, in quanto la limitazione del voto era caratteristica meramente eventuale delle azioni privilegiate, non essendo imposta da alcuna norma¹²². Ben poteva quindi prospettarsi la creazione di azioni a rischio ridotto e a voto pieno: tale situazione era comunque idonea a determinare un “pluspotere” rispetto al rischio assunto.

Alla luce delle deviazioni già presenti nel sistema ante-riforma era stata quindi evidenziata l’inidoneità della correlazione proporzionale tra potere e rischio ad imporsi all’autonomia privata quale limite di ordine pubblico di carattere inderogabile¹²³; al contrario il limite quantitativo della metà del capitale sociale

¹²² BIONE, M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBOI, G. E., PORTALE, G. B., (diretto da), 2* *Azioni Gruppi*, Torino, Utet, 1991, 50.

¹²³ In questo senso LAMANDINI, M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, il quale però afferma che il legislatore sembra comunque fare affidamento, “seppur tendenziale”, sulla correlazione potere/rischio “nell’autorizzare la costituzione di realtà imprenditoriali a responsabilità limitata”. D’ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007 riporta l’evoluzione del principio nel dibattito dottrinario osservando che “alle iniziali affermazioni del carattere assoluto e inderogabile del principio di corrispondenza tra potere e rischio, considerato quale caratteristica tipologica nelle società per azioni, hanno fatto seguito interpretazioni che hanno negato il carattere imperativo della regola di corrispondenza potere-rischio, degradata a mera regola dispositiva, applicabile in mancanza di una diversa disposizione statutaria”. Anche CALVOSA, L., *La partecipazione eccedente*, Milano, Giuffrè, 2000, 160, pur riconoscendo che la corrispondenza tra potere e rischio si presenta frequentemente in ambito societario, ammette che essa non si traduce tuttavia in un principio assoluto di carattere generale e inderogabile. Ritengono si tratti di un principio fondamentale in materia di s.p.a. anche per le sue implicazioni in ordine alla tutela dei terzi, tra gli altri, FERRI, G., *Potere e responsabilità nell’evoluzione della società per azioni*, in *Rivista delle società*, I, 1956, 35; GAMBINO, A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1, 378. Peraltro ADAMS, R., FERRIERA, D., *One share – one vote: the empirical evidence*, 2007, reperibile su www.ecgi.org; BURKART, M., *The one share – one vote debate: a theoretical perspective*, 2007, reperibile su www.ecgi.org; MÜLBERT, P. O., *Make it or break it: The break-trough rule as a break-trough for the european takeover directive?*, 2003, reperibile su www.ecgi.org; FERRARINI, G., «Un’azione - un voto»: un principio europeo?, in *Rivista delle società*, 1, 2006, 24 ritengono che la struttura azionaria ottimale, soprattutto con riferimento alle

previsto per l'emissione di categorie di azioni privilegiate a voto limitato poteva ritenersi “*un inderogabile profilo organizzativo della s.p.a., inteso ad evitare la concentrazione del potere gestorio in un'aliquota troppo esigua del capitale sociale*”¹²⁴.

Quanto alla s.r.l. l'art. 2485 c.c. testualmente disponeva “ogni socio ha diritto ad almeno un voto nell'assemblea. Se la quota è multipla di un euro, allora il socio ha diritto ad un voto per ogni euro”. La perentorietà di tale norma, che non contemplava la salvezza di una diversa previsione statutaria, e il mancato richiamo dell'art. 2351 c.c. avevano indotto la dottrina ad escludere che nella s.r.l. – al contrario di quanto poteva accadere nella s.p.a. in virtù del 2° comma dell'art 2351 c.c. – fossero ammesse limitazioni del diritto di voto. Erano al contrario espressamente previste quote a voto plurimo, ferma però la diretta dipendenza tra valore della quota e numero di voti attribuiti¹²⁵. Sul versante dei diritti patrimoniali

problematiche legate alla contendibilità della società, non possa coincidere sempre e aprioristicamente con quella rispondente al modello un'azione – un voto, espressione del principio di proporzionalità. KRAAKMAN, R., DAVIES, P., HANSMANN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., ROCK, E., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2004 individuano nella regola one share – one vote profili di tutela dei soci di minoranza essendo la stessa in grado di assicurare che gli azionisti di maggioranza non controllino una società senza acquisire una quota corrispondente di diritti patrimoniali.

¹²⁴ Così BIONE, M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G. E., PORTALE, G. B., (diretto da), 2* *Azioni Gruppi*, Torino, Utet, 1991, 56.

¹²⁵ SANTINI, G., *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile*, SCIALOJA, A., BRANCA, G., (a cura di), Bologna, Zanichelli, 1984 con riferimento all'art. 2485 c.c. vecchio testo osserva “si tratta di una disposizione che... avvicina il regime delle quote di società a quello delle azioni, con la conseguenza di attribuire peso decisivo nella decisione dell'assemblea alla partecipazione del capitale e di mettere in ombra l'elemento personalistico, il quale invece esigerebbe che ogni quota attribuisse un solo voto, qualunque ne fosse l'ammontare. Peraltro, l'avvicinamento al regime delle azioni non è perfetto. Mentre, infatti, l'art. 2351, dopo aver stabilito che ogni azione attribuisce il diritto di voto, dispone che non possono emettersi azioni a voto plurimo, mentre sono valide le azioni a voto limitato, l'art. in esame lascia intendere tutto l'opposto... benché non valga nell'ambito della società a responsabilità limitata il divieto posto per le azioni a voto plurimo dall'art. 2351, non può esservi dubbio che la ratio che ha ispirato quest'ultima norma sussista pienamente anche per il nostro tipo di società e si accompagni ad un implicito intento del legislatore – che traspare

era prevista la possibilità di creare quote privilegiate in quanto ai sensi dell'art. 2475 comma 1° n. 6 doveva essere l'atto costitutivo ad indicare le norme secondo le quali gli utili andavano ripartiti. Tuttavia, alla luce dell'inderogabilità della disciplina relativa all'attribuzione del diritto di voto, era precluso ogni riequilibrio tra riduzione del rischio – attuata mediante la concessione del privilegio patrimoniale – e potere di ingerirsi nella gestione sociale attraverso il voto.

Ne discende che nella s.r.l., al pari di quanto rilevato in materia di s.p.a., il principio di proporzionalità tra rischio e potere, apparentemente presidiato dall'assegnazione delle quote proporzionale al conferimento e dall'impossibilità di prevedere limitazioni o esclusioni del diritto di voto, era comunque solo tendenziale, non essendo imposto alcun bilanciamento tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi.

5. GESTIONE DELL'IMPRESA E RUOLO DEI CREDITORI SOCIALI.

Analizzato il meccanismo ante-riforma di allocazione dei poteri di *voice* nell'ambito delle società di capitali e prima di esaminarne le modifiche, è necessario interrogarsi sulla sua effettiva idoneità a garantire una gestione ottimale dell'impresa societaria. In altre parole occorre chiedersi se, a prescindere dai criteri di distribuzione del potere tra i soci, la mancata attribuzione di diritti di *voice* agli *stakeholders* – e in particolare ai creditori sociali – costituisca l'unica soluzione allocativa possibile e, soprattutto, la più efficiente.

Tradizionalmente si è soliti affermare che nessun diritto di voto può essere legittimamente attribuito ai creditori della società, proprio alla luce del fatto che questi ultimi non subiscono – o meglio non dovrebbero subire – il rischio di

dall'omissione di ogni riserva o eccezione nel testo dell'art. in esame – di assicurare un pari trattamento a tutti i soci quanto al voto”. Sui privilegi patrimoniali attribuibili ai soci, che non danno vita a “categorie di quote”, e sull'impossibilità di adottare un diverso rapporto tra valore della quota e numero di voti si veda RIVOLTA, G. C. M., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, CICU, A., MESSINEO, F., (già diretto da), MENGONI, L., (continuato da), *Volume XXX, t. I*, Milano, Giuffrè, 1982.

impresa¹²⁶. I creditori, in qualità di *fixed claimants* titolari di pretese patrimoniali predeterminate nel contratto di finanziamento rispetto alle quali le pretese dei soci sono postergate¹²⁷, non possono interferire nella gestione della società né tantomeno intervenire nelle scelte aziendali attraverso il voto.

Le scelte dei soci però sono dettate da ragioni egoistiche che nell'ambito di una società di capitali, proprio alla luce della limitazione della loro responsabilità a quanto conferito, possono generare atteggiamenti opportunistici¹²⁸.

¹²⁶ Si tratta dell'impostazione classica di EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996

¹²⁷ ANGELICI, C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003, 36 sintetizza affermando che “in definitiva, per riprendere una terminologia ormai in uso anche da noi, non tutti coloro che contribuiscono all'attività di impresa possono essere *fixed claimants*; necessario è che alcuni assumano la posizione di *residual claimants*, nel senso che la loro remunerazione avviene riconoscendo il potere di appropriarsi di quanto residua dopo la soddisfazione dei primi. Ciò implica una diversa situazione in termini di rischio: che, quando i risultati dell'attività imprenditoriale sono negativi, essi pregiudicano prima la posizione dei *residual claimants* e solo successivamente, dopo che essi hanno integralmente sopportato le perdite, quella dei *fixed claimants*”.

¹²⁸ LAMANDINI, M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, 125 osserva che “la presenza di una importante componente di debito nella struttura finanziaria della società può indurre gli azionisti a scelte opportunistiche di diversa natura dirette a trasferire ricchezza dai primi ai secondi: queste scelte opportunistiche, pur motivate nell'interesse sociale, spesso costituiscono un *second best* rispetto all'obiettivo della creazione di valore complessivo, essendo *first best* in questa prospettiva la scelta non opportunistica (che non massimizza cioè l'utile per i soci) nel primario interesse – al tempo stesso – dell'impresa e dei creditori”. SCANO, A. D., *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, Paper presentato in occasione del Convegno su “*Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*” (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010), sottolinea come il conflitto potenzialmente sussistente tra *residual claimants* e *fixed claimants* induce questi ultimi “a intraprendere azioni nascoste (hidden actions) tese all'espropriazione di ricchezza a spese dell'altra categoria. In particolare, una volta ottenuta l'erogazione del prestito la società potrebbe disperdere i beni che costituiscono la garanzia generica del finanziatore; diminuire la consistenza del patrimonio sociale attraverso restituzioni ai soci; mutare in senso più rischioso l'oggetto della propria attività; ecc.”. Sul punto si veda anche SANTOVITO, S., *La gestione dei rischi d'impresa: tecniche di copertura*,

In quest'ottica l'attribuzione di diritti amministrativi ai creditori potrebbe essere auspicabile al fine di arginare il *moral hazard* fonte dello *shareholders opportunism*. D'altro canto non va sottaciuto che il riconoscimento di poteri di *voice* in capo ai creditori potrebbe risultare soluzione efficiente esclusivamente in presenza di prestiti di lunga durata o che prevedano una remunerazione variabile del capitale, altrimenti i creditori sarebbero indotti ad imporre scelte di *quiet life* o comunque di breve periodo¹²⁹.

L'evidenziata esigenza di attribuire voce in capitolo ai finanziatori della società nell'ambito della gestione dell'impresa è peraltro comunemente avvertita dagli operatori economici, tant'è che nella prassi non è così infrequente il riconoscimento contrattuale ai creditori del diritto di ingerirsi in modo più o meno marcato nella gestione dell'affare sociale¹³⁰. Si tratta però di clausole contrattuali

struttura operativa e finanziaria, in SCICUTELLA, M., *La gestione d'impresa*, Bari, Cacucci Editore, 2006.

¹²⁹ Per questi rilievi ancora LAMANDINI, M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, 133.

¹³⁰ Sottolineano in un certo qual modo questa esigenza già EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996, i quali mettono in luce la circostanza che nella prassi i creditori utilizzano la redazione di contratti molto dettagliati quale strumenti per contrastare lo *shareholders opportunism*. SCANO, A. D., *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, Paper presentato in occasione del Convegno su "Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi" (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010), esamina la prassi di inserire nei contratti di finanziamento a medio e lungo termine delle clausole, i cd loan covenants, "il cui contenuto consiste essenzialmente nell'imposizione di vincoli di varia natura all'azione della società destinataria del finanziamento", in altre parole "allo scopo di ridurre al minimo il rischio di azioni opportunistiche da parte del finanziato, il finanziatore impone l'assunzione di specifici impegni (*covenants*). La funzione svolta da queste clausole è quindi quella di assicurare un controllo dell'azione del finanziato". In concreto i *covenants* si distinguono tra *affirmative covenants* e *negative covenants*, a seconda che la società assuma obblighi di fare o di non fare. L'Autore, oltre ad interrogarsi sulla compatibilità di tali clausole con i principi propri del nostro ordinamento societario, rileva peraltro come "l'analisi giuseconomica ha messo in evidenza il ruolo positivo svolto dall'attività di monitoraggio delle banche e dalla forza disciplinante del ricorso al prestito bancario nell'ambito della *corporate governance*". Sull'esigenza e sull'opportunità di attribuire poteri di *voice* ai creditori si veda

che, a prescindere dalla loro compatibilità con le scelte sistematiche operate dal legislatore, sono dotate di efficacia meramente obbligatoria consistendo in meccanismi privi dell'efficacia reale che solo l'inserimento in apposite clausole statutarie potrebbe garantire¹³¹.

Una moderata emersione delle pretese dei creditori a livello organizzativo attraverso meccanismi endogeni si registra esclusivamente nelle s.p.a. con riferimento al prestito obbligazionario¹³². Si tratta però di una disciplina che incide solo marginalmente sull'organizzazione della società e le relative scelte gestionali, essendo esclusivamente preordinata alla tutela dei diritti degli obbligazionisti in presenza di atti pregiudizievoli da parte della società¹³³. Non è invece prevista la

anche LAMANDINI, M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001.

¹³¹ Per questi rilievi RIMINI, E., *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e covenants*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2008, 1065.

¹³² Le obbligazioni ordinarie, conformemente allo schema del mutuo oneroso, attribuiscono al titolare il diritto a ricevere, unitamente al rimborso del capitale investito alla scadenza pattuita, un interesse periodico a tasso fisso. Tuttavia nella prassi si sono gradualmente imposte molteplici tipologie di titoli obbligazionari con caratteristiche differenti, alcune delle quali si pongono sempre più a cavallo della linea di confine – progressivamente meno marcata - tra capitale di rischio e capitale di debito. Nel 2003 sono state codificate due tipologie di obbligazioni che deviano parzialmente dallo schema “classico” di prestito obbligazionario: le obbligazioni partecipanti e le obbligazioni subordinate o postergate. Nelle prime la remunerazione del capitale è commisurata, in tutto o in parte, agli utili di bilancio della società emittente, mentre le seconde sono caratterizzate dalla circostanza che il rimborso del capitale, in ipotesi di assoggettamento a procedura concorsuale dell'impresa finanziata, è condizionato all'integrale soddisfacimento degli altri creditori.

¹³³ L'assemblea degli obbligazionisti infatti delibera, come noto, esclusivamente sulla nomina e la revoca del rappresentante comune, sulle modificazioni delle condizioni del prestito, sulla proposta di amministrazione controllata e concordato, nonché sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo, sugli altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti. Il rappresentante comune provvede invece all'esecuzione delle deliberazioni dell'assemblea stessa e alla tutela degli interessi comuni degli obbligazionisti nei rapporti con la società, ha il diritto di assistere all'assemblea dei soci e ha la rappresentanza processuale degli obbligazionisti. In ogni caso, ai sensi dell'art. 2419 c.c., gli obbligazionisti possono intraprendere azioni individuali nei confronti della società, salvo che

possibilità che gli obbligazionisti influenzino in qualche maniera – neanche in ipotesi di scelte in grado di incidere sensibilmente sulle condizioni del rischio – le politiche gestionali della società in un’ottica di preservazione del patrimonio sociale, garanzia generica del prestito obbligazionario¹³⁴. Discorso parzialmente differente può farsi per i titolari di obbligazioni convertibili, ma in questo caso la *ratio* della diversità di disciplina va ricercata nella natura ibrida del titolo. Le obbligazioni convertibili si sostanziano infatti in strumenti finanziari caratterizzati dalla clausola della convertibilità, consistente nel privilegio accordato ai loro portatori di poter, in periodi e con modalità predeterminati, operare una scelta tra l’originaria posizione di creditori e quella di soci¹³⁵. I titolari di obbligazioni convertibili, in ragione della

queste siano incompatibili con le deliberazioni dell’assemblea degli obbligazionisti. CAMPOBASSO, G., F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G. E., PORTALE, G., (diretto da), Volume V, Torino, Utet, 1994, 491 sottolinea che “numerosi e significativi sono i dati normativi che depongono per uno stretto collegamento fra organizzazione degli obbligazionisti e società emittente... Appare tuttavia eccessivo affermare che scopo di tali disposizioni sia quello di inserire il gruppo degli obbligazionisti nell’organizzazione societaria, facendo dei suoi organi altrettanti organi della società”. Lo stesso Autore evidenzia poi che “il potere dispositivo riconosciuto al gruppo in merito alle modifiche delle condizioni del prestito realizza anche l’interesse della società, liberandola dalla necessità di ottenere il consenso dei singoli obbligazionisti. Altro è tuttavia trarne l’illusione che l’interesse in funzione del quale l’organizzazione degli obbligazionisti è stata predisposta è prevalentemente o esclusivamente quello della società. In senso contrario depone il dettato degli artt. 2415, 1° comma, nn. 4 e 5, e 2418, dal quale emerge, con chiarezza, che i poteri sia dell’assemblea sia del rappresentante comune trovano fondamento e limite nella tutela dell’interesse comune degli obbligazionisti”. Sul punto si veda anche BRESCIA MORRA, C., *Finanziamenti delle società e titoli di debito*, in *Le riforme del diritto societario*, PERLINGIERI, P., CASUCCI, F., (a cura di), Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2004.

¹³⁴ Sempre CAMPOBASSO, G., F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G. E., PORTALE, G., (diretto da), Volume V, Torino, Utet, 1994, 492 afferma che “non si può trascurare poi che l’organizzazione degli obbligazionisti è priva di qualsiasi intervento nella vita della società, sicché netto resta il tratto distintivo rispetto a tutti i gruppi portatori di interessi propriamente interni alla società”.

¹³⁵ Così CAVALLO BORGIA, R., *Le azioni e le obbligazioni*, Torino, Utet, 2002.

loro qualità di soci potenziali o soci *in fieri*¹³⁶, non sono indifferenti rispetto alle vicende societarie e per questa ragione viene loro garantita, attraverso il meccanismo della convertibilità anticipata¹³⁷, la possibilità di prendere parte alle decisioni inerenti talune operazioni societarie astrattamente idonee ad alterare il valore delle eventuali future partecipazioni azionarie o comunque a ledere il diritto di conversione.

In ogni caso, tralasciando la specifica disciplina del prestito obbligazionario che comunque non consente agli obbligazionisti di intervenire nelle scelte gestionali della società, alla luce delle considerazioni che precedono e dell'emersione spontanea del fenomeno attraverso clausole contrattuali variamente articolate, non si può aprioristicamente ritenere che le istanze creditorie di concessione di poteri di *voce* ad efficacia reale non siano meritevoli di tutela né che – entro certi limiti – il loro soddisfacimento non sia auspicabile nell'ottica di una gestione ottimale dell'impresa¹³⁸.

¹³⁶ CAVALLO BORGIA, R., *Le azioni e le obbligazioni*, Torino, Utet, 2002 definisce i titolari di obbligazioni convertibili come una “categoria di soci potenziali e ciò in funzione della mera eventualità di divenirlo effettivamente con un'autonoma manifestazione volitiva in tal senso. Ne consegue l'esigenza, connaturata alla speciale operazione di finanziamento, che nella fase intermedia agli obbligazionisti venga consentita, non solo la sicurezza in ordine alla remunerazione del capitale ed alla sua restituzione, ma anche una tutela più intensa in relazione appunto alla possibilità di divenire azionisti attraverso l'esercizio del diritto di conversione”.

¹³⁷ La possibilità di esercitare anticipatamente il diritto di conversione deve essere accordata ai titolari di obbligazioni convertibili qualora la società intenda procedere ad una riduzione volontaria del capitale, ad una modificazione delle disposizioni statutarie concernenti la ripartizione degli utili, ad una fusione o ad una scissione. Al riguardo sempre CAVALLO BORGIA, R., *Le azioni e le obbligazioni*, Torino, Utet, 2002 osserva che mediante la convertibilità anticipata gli obbligazionisti possono ottenere “la posizione dei soci prima dell'assemblea, concorrendo al procedimento formativo della delibera progettata dalla società e avvalendosi degli strumenti di autotutela, preventiva e successiva, propri degli azionisti”.

¹³⁸ Nell'ambito della s.p.a. un'opportunità per consentire l'attribuzione di diritti amministrativi ai creditori potrebbe derivare dalla disciplina dei nuovi strumenti finanziari partecipativi. Per questi rilievi e per l'analisi della fattispecie si rinvia al Cap. II § 3.

CAPITOLO II: RISCHIO E GESTIONE NELLA S.P.A.

I. ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI

Nell'impianto codicistico pre-riforma la possibilità di concorrere alla formazione della volontà sociale attraverso il voto in misura proporzionale all'investimento effettuato era garantita dalla modalità di distribuzione delle azioni: a ciascun socio poteva essere assegnato esclusivamente un numero di azioni proporzionale al proprio conferimento. Il novellato art. 2346 comma 4° c.c. si limita invece a prevedere l'assegnazione delle azioni in misura proporzionale alla parte di capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del conferimento quale regola di *default* da applicarsi in assenza di una previsione statutaria di deroga. Lo statuto può infatti disciplinare una diversa assegnazione delle azioni, purché tale diversa assegnazione non comprometta l'effettività del capitale sociale non potendo, ai sensi del 5° comma del medesimo articolo, "il valore dei conferimenti ... essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale". Attraverso il meccanismo dell'assegnazione non proporzionale delle azioni¹³⁹ uno o più soci potranno quindi essere titolari di una partecipazione azionaria – e conseguentemente dei relativi diritti di *voice* – maggiore rispetto alle risorse effettivamente investite nella società e, di converso, uno o più soci dovranno necessariamente essere titolari di una partecipazione azionaria inferiore rispetto al valore del conferimento per garantire l'integrità del capitale sociale¹⁴⁰.

¹³⁹ Sulla assegnazione non proporzionale delle azioni rispetto al conferimento effettuato si vedano gli specifici contributi di FERRO-LUZZI, P., *La diversa assegnazione delle azioni (art. 2346, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet; RESCIO, G. A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003 ; LO IACONO, G., MARCOZ, G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Rivista del notariato*, 2008, 307.

¹⁴⁰ La dottrina si è interrogata sulle concrete modalità operative dell'istituto. Nello specifico PORTALE, G., *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Rivista delle società*, I, 2002, 154 ha osservato che "nella fase di costituzione, la frazione di capitale sociale potrà ben essere coperta con un sopraprezzo apportato dai soci che effettuano conferimenti tipici, senza che sorgano problemi di loro tutela, esigendo la formazione del contratto sociale il consenso di tutte

La portata innovativa di tale previsione normativa è di intuitiva evidenza. Nelle intenzioni del legislatore, come chiaramente emerge dalla Relazione Ministeriale al decreto di riforma, l'istituto in commento dovrebbe consentire di tener conto, in sede di ripartizione delle azioni, di tutto ciò che i soci sono in grado di apportare e che sia utile per lo svolgimento dell'attività sociale, pur non potendo formare oggetto di conferimento per il divieto di cui all'art. 2342 c.c. Analogamente l'assegnazione non proporzionale potrà essere d'ausilio ai soci in tutte quelle ipotesi in cui la relazione di stima di un bene in natura conferito attribuisca al bene stesso un valore inferiore rispetto a quello convenzionalmente attribuitogli dai soci¹⁴¹.

le parti (in questo caso, il sopraprezzo, anziché esser destinato alla formazione della speciale riserva ex art. 2431 c.c., viene automaticamente imputato a capitale a copertura delle azioni da attribuire in corrispondenza del conferimento atipico)". Si è tuttavia prospettata una ricostruzione più articolata dell'istituto in commento che presuppone la "scissione" tra i tre momenti della sottoscrizione delle azioni, dell'obbligo di effettuare il conferimento e dell'assegnazione delle azioni. A seguito di tale "scissione", ignota al sistema previgente, in ipotesi di assegnazione non proporzionale la sottoscrizione delle azioni e il conseguente obbligo di liberazione delle stesse graverebbero sui soci che concorrono alla formazione del capitale sociale attraverso i conferimenti i quali non coinciderebbero necessariamente con gli "assegnatari" delle azioni medesime. Per questi rilievi si vedano diffusamente LO IACONO, G., MARCOZ, G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Rivista del notariato*, 2008, 307. Anche FERRO-LUZZI, P., *La diversa assegnazione delle azioni (art. 2346, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 588 individua nell'assegnazione un momento distinto dalla sottoscrizione in quanto successivo alla creazione del capitale e quindi delle azioni stesse.

¹⁴¹ PORTALE, G., *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Rivista delle società*, I, 2002, 152 individua appunto la finalità precipua dell'istituto nel consentire la conferibilità di beni in natura non necessariamente espropriabili e di tutti quei beni non imputabili né a capitale né al patrimonio di bilancio. MIOLA, M., *Capitale sociale e conferimenti nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2004, 657 sottolinea come l'istituto in commento consenta una "valorizzazione convenzionale dei conferimenti". SANTORO, V., *Comment all'art. 2346*, in *La riforma delle società. Società per azioni e società in accomandita per azioni*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Tomo I, Torino, Giappichelli, 2004, 125 parla a questo proposito di "norma funzionale a consentire accordi tra i soci in ordine alla più

È evidente però che il ricorso alla facoltà concessa dall'art. 2346 comma 4° c.c. sarà consentito anche in ipotesi in cui l'esigenza di un'assegnazione non proporzionale delle azioni derivi da finalità per così dire "extra-sociali", rispetto alle quali la società è del tutto estranea, strumentali alla regolazione di rapporti preesistenti tra i soci¹⁴². Né il dettato normativo è così limpido da escludere quelli che si potrebbero definire due casi limite: il conferimento senza l'assegnazione di alcuna azione e l'assegnazione di azioni senza l'effettuazione di alcun conferimento. Nella prima ipotesi, la quale evidentemente coinvolge un soggetto che conferirà risorse proprie in società senza mai divenirne socio a beneficio di un altro soggetto, sembrerebbe più corretto parlare di conferimento di un credito da parte del socio con tutte le conseguenze che ne derivano in termini di disciplina applicabile¹⁴³. Quanto invece alla seconda ipotesi numerose sono state le motivazioni addotte per escluderne la fattibilità. Si è in primo luogo osservato che l'assegnazione di azioni in favore di un soggetto che non conferirà alcunché e che beneficerà esclusivamente del sacrificio degli altri soci contrasterebbe con l'essenza stessa del contratto di società il quale, in virtù di quanto disposto dall'art. 2247 c.c., annovera tra i suoi elementi qualificanti proprio l'effettuazione di un conferimento, seppur minimo, da parte dei soci funzionale all'esercizio in comune dell'attività economica prescelta¹⁴⁴.

varia attribuzione di quote di patrimonio o quote di potere all'interno della società, secondo uno schema noto e praticato nelle società di persone”.

¹⁴² LO IACONO, G., MARCOZ, G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Rivista del notariato*, 2008, 331 evidenziano come “l'assegnazione non proporzionale può soddisfare anche interessi che esulino dallo stretto rapporto societario. L'attribuzione di un numero di azioni superiore alla quota di capitale dal singolo socio sottoscritta infatti può trovare la sua giustificazione... in qualunque interesse idoneo a sorreggere il trasferimento di proprietà di un bene”. Ciò equivale a dire l'operazione potrebbe anche trovare fondamento in un atto di liberalità con tutte le conseguente che ne derivano in termini di revocabilità dell'atto o in ipotesi di violazione dei diritti di eventuali legittimari.

¹⁴³ Sempre LO IACONO, G., MARCOZ, G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Rivista del notariato*, 2008, 339 a questo proposito osservano che “in questa evenienza si verifica una situazione molto simile a quella del conferimento di un credito da parte dei soci, che sfuggirebbe però alla relativa disciplina”.

¹⁴⁴ In questo senso MIOLA, M., *Capitale sociale e conferimenti nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2004, 657.

È stato tuttavia sottolineato che una simile lettura dell'art. 2247 c.c. potrebbe rivelarsi eccessivamente formalistica, in quanto sarebbe sufficiente effettuare un conferimento anche irrisorio, che quindi possa dirsi tale solo da un punto di vista formale, per non incorrere nella violazione della norma¹⁴⁵. Un'ulteriore argomentazione tendente ad escludere la configurabilità di una siffatta operazione risiede nella paventata violazione del divieto di patto leonino. Sotto questo profilo è stato peraltro osservato che in ogni caso le azioni assegnate al socio non conferente parteciperebbero, al pari delle altre appartenenti alla medesima categoria, agli utili e alle perdite e che pertanto alcun patto leonino sarebbe prospettabile¹⁴⁶.

¹⁴⁵ RESCIO, G. A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 112 rileva appunto che “se ci si irrigidisse nel pretendere che ogni socio conferisca qualcosa in ossequio alla lettera dell'art. 2247 c.c., il principio sarebbe solo formalmente ossequiato poiché – in mancanza di limiti minimi/massimi nella legge appositamente dettati – basterebbe conferire un euro o comunque liberare personalmente un'azione, per essere lecitamente beneficiari di azioni per milioni di euro da altri liberati”.

¹⁴⁶ Così RESCIO, G. A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 112; LO IACONO, G., MARCOZ, G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Rivista del notariato*, 2008, 337; FERRO-LUZZI, P., *La diversa assegnazione delle azioni (art. 2346, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 588. Tuttavia CALVOSA, L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, 203 osserva che “si è sostenuto, anzitutto, che beneficiario di un'assegnazione non proporzionale di azioni ai sensi dell'art. 2346, comma 4, c.c. potrebbe essere non solo chi, sia pure tramite un apporto atipico o non corrispondente in minus al valore delle azioni attribuitegli, abbia comunque effettuato un conferimento; ma anche chi non abbia apportato alcunché causa societatis. Ove tale ultima soluzione fosse accolta, appare evidente che il beneficiario dell'assegnazione verrebbe ad assumere a tutti gli effetti la qualità di partecipante all'organizzazione e ad acquisire la piena titolarità di diritti corporativi derivanti dallo *status socii* già per effetto della clausola statutaria che gli attribuisce un certo numero di azioni; ma poiché una tale posizione partecipativa è assegnata in base ad un criterio essenzialmente formale senza previa destinazione all'attività comune di elementi del patrimonio

Al di là delle esposte perplessità non va comunque trascurato che già prima della riforma era possibile acquistare azioni a titolo gratuito senza conferire alcuna risorsa propria in società utilizzando istituti di diritto comune – primo fra tutti la donazione di azioni – in relazione ai quali la dottrina non aveva mai sollevato dubbi di legittimità né si escludeva la possibilità che l’adempimento dell’obbligo di effettuare il conferimento potesse gravare su un soggetto terzo¹⁴⁷.

Ai fini che qui rilevano, non si può però evitare di osservare che l’assegnazione di azioni non proporzionale al conferimento consente ai soci di graduare il loro “peso” all’interno della società indipendentemente dall’impegno economico assunto da ciascuno, fino ad arrivare all’ipotesi limite di dissociare la titolarità della partecipazione azionaria dall’obbligo del conferimento, ovviamente a patto che l’effettività del capitale sociale non ne risulti menomata¹⁴⁸.

Evidentemente la nuova disciplina in materia di assegnazione di azioni presuppone che per i terzi l’unico elemento rilevante – come tale da salvaguardare – sia l’effettività del capitale, non assumendo invece rilievo così significativo il momento organizzativo. In altre parole, nell’ottica del legislatore, la diretta connessione tra risorse investite nella società e potere in essa detenuto non assurge a rango di principio fondamentale da salvaguardare per il tramite dell’inderogabilità. La proporzionalità tra rischio e gestione – che, come osservato, già nel regime pre-vigente non riusciva ad imporsi in maniera compiuta – perde anche quel carattere di inderogabilità di cui godeva, quantomeno da un punto di vista “quantitativo”, nel momento “genetico” della partecipazione azionaria¹⁴⁹. Tramite l’istituto in

individuale del partecipante, ad essa non seguirebbe un’effettiva sopportazione delle eventuali perdite e, quindi, del rischio d’impresa”.

¹⁴⁷ Per questi rilievi ancora LO IACONO, G., MARCOZ, G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Rivista del notariato*, 2008, 337.

¹⁴⁸ BIANCHI, L. A. , *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S.,PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 84 al riguarda parla di “superamento del tradizionale dogma della correlazione tra conferimenti e partecipazione sociale”.

¹⁴⁹ POMELLI, A., *Rischio d’impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008, 520 afferma che

commento è infatti possibile l'ampliamento del potere di alcuni soci come diretta conseguenza della riduzione del potere di altri. L'effetto pratico cui si perviene non è poi così dissimile dall'emissione di azioni a voto plurimo, tuttora vietata, pur non essendo determinato da una caratteristica intrinseca dei titoli azionari¹⁵⁰.

2. CATEGORIE SPECIALI DI AZIONI

La riforma del 2003, come noto, ha fortemente inciso sulla struttura finanziaria della s.p.a., ampliandone notevolmente i canali di finanziamento, anche attraverso la rimozione di alcuni limiti al principio di atipicità nella creazione di categorie azionarie.

L'art. 2348 c.c. nuovo testo esordisce, al pari del precedente, prevedendo che “le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti”, introducendo così il principio di eguaglianza tra le azioni, per poi immediatamente precisarne la relatività consentendo allo statuto la creazione di “categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne l'incidenza nelle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie. Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti”.

Il principio di eguaglianza, pur nella sua relatività, assume valore tipizzante per le s.p.a. e pone un primo vincolo cui l'autonomia statutaria deve attenersi nella creazione di categorie speciali di azioni. Caratteristica precipua della s.p.a. è

“legittimata l'assegnazione non proporzionale delle azioni, il principio di corrispondenza tra rischio e potere perde parte del proprio fondamento sistematico”.

¹⁵⁰ ROSSI, G., STABILINI, A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, I, 2003, 32 osservano che il meccanismo dell'assegnazione non proporzionale delle azioni consente che “ad un socio venga assegnato un numero di azioni molto superiore al valore del suo conferimento e che, di conseguenza, tale socio abbia diritti di partecipazione non corrispondenti alla sua partecipazione al rischio. Si tratta, a ben vedere, di un meccanismo che consente di raggiungere, sotto molti profili, il risultato del voto plurimo (che continua ad esser vietato dall'art. 2351, comma 4) e di ottenere agevolmente quella separazione tra rischio e controllo che è oggi indicata come uno dei principali ostacoli all'efficienza del mercato del controllo societario e al funzionamento dei delicati meccanismi di monitoraggio dell'operato di chi controlla le società che da questo mercato dipendono”.

appunto la suddivisione del capitale in azioni e l'anonimato della partecipazione: è la titolarità dell'azione che determina l'attribuzione della qualità di socio e individua la misura della partecipazione sociale. L'azione costituisce quindi un "*prius* logico" rispetto alla persona del socio. Ne deriva che i diritti speciali o diversi possono unicamente discendere da una caratteristica intrinseca del titolo e non possono mai essere attribuiti *ad personam* al singolo socio. Il principio di eguaglianza tra le azioni impone quindi che ogni diversità di trattamento tra soci debba necessariamente derivare dal possesso azionario¹⁵¹.

Portata precettiva viene altresì riconosciuta all'ultimo comma dell'art. 2348 c.c. il quale, unitamente al meccanismo delle assemblee separate di cui all'art. 2376 c.c., escluderebbe la configurabilità di una categoria "monoazionaria", composta cioè da un'unica azione¹⁵².

¹⁵¹ D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 102 osserva appunto che "la regola posta dall'art. 2348 c.c. non esaurisce la sua funzione nella definizione del contenuto delle azioni ma assume valore tipizzante per la società per azioni. Carattere essenziale per la qualificazione del tipo società per azioni è la suddivisione del capitale sociale in un numero predeterminato di frazioni eguali e indivisibili, le azioni, le quali costituiscono l'unità di misura quantitativa della partecipazione sociale del socio...Le azioni attribuiscono la partecipazione sociale e ne stabiliscono la misura: esse, quindi, rappresentano un *prius* logico rispetto alla persona del socio, il quale assume rilievo endosocietario solo in funzione ed in conseguenza del possesso delle azioni...Pertanto, nelle società per azioni, i diritti speciali o diversi possono essere attribuiti unicamente alle azioni, ma non possono essere assegnati *ad personam*, in riferimento ad uno socio singolarmente e specificamente individuato". Ciò non equivale a dire che nella s.p.a. non trova alcuna emersione l'elemento personalistico che è alla base di istituti quali le azioni con prestazioni accessorie, le clausole di gradimento limitative della circolazione delle azioni o ancora i benefici riservabili ai promotori e ai soci fondatori.

¹⁵² NOTARI, M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 597 rileva che "sembra ...venire definitivamente meno la possibilità di affermare che una categoria di azioni possa essere composta da una sola azione, come inizialmente affermato da parte della dottrina, seppur già ampiamente messa in discussione dal dibattito successivo. La disposizione appena citata, infatti, è compatibile solo con l'ipotesi di una pluralità di azioni fornite dei medesimi diritti, alcuni dei quali – o, al limite, anche uno soltanto dei quali – diversi rispetto alle altre azioni" Non ritiene rilevanti le argomentazioni discendenti dall'interpretazione

Ciò premesso, l'autonomia statutaria, in ossequio al principio di atipicità delle categorie azionarie, può modulare in vario modo i “diritti diversi” cui fa riferimento l'art. 2348 c.c. incontrando in via generale quale unico limite l'eventuale contrarietà della clausola a norme imperative, ordine pubblico e buon costume, da cui deriverebbe, appunto, la nullità della stessa ex art. 1418 c.c.; facendo ricorso ad un'interpretazione logico sistematica andrà poi valutata l'eventuale incompatibilità del diritto diverso con “gli elementi essenziali del tipo societario prescelto, nonché, trattandosi di modificazioni del contenuto dell'azione, degli elementi strutturali del titolo azionario stesso”¹⁵³. In quest'ottica limiti “organizzativi” inderogabili nell'individuazione dei diritti diversi risiedono nelle norme relative alla ripartizione di competenze tra organi da cui deriva ad esempio l'impossibilità di riservare ad una categoria speciale di azioni l'approvazione del bilancio, implicando una siffatta clausola una sottrazione di competenze all'assemblea.

dell'art. 2348 né dall'art. 2376 ai fini di escludere la configurabilità di una categoria monoazionaria PICONE, F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2003, 755, il quale sembra fondare la difficile compatibilità di una siffatta ipotesi con le norme caratterizzanti il tipo societario sul rilievo che “in sostanza l'azione unica speciale, quale sia il diritto diverso che essa incorpora e dunque la situazione che si propone di rappresentare, stabilisce con questa una relazione esclusiva ed unica rispetto alle altre forme di partecipazione azionaria; ciò sembra modificare la stessa prospettiva azionaria, attribuendo a quel titolo una connotazione soggettiva, più vicina ad identificare una categoria di socio che una categoria di azioni”.

¹⁵³ Si esprime in questi termini PICONE, F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2003, 770, il quale precisa che “ciò impone, nell'esercizio della facoltà prevista dal secondo comma dell'art. 2348 cod. civ., la verifica della compatibilità della variante attribuita all'azione (potenzialmente illimitata) con la corrispondente previsione tipica applicabile, accertando caso per caso se quest'ultima sia espressione di un principio di ordine pubblico caratterizzante”. Sullo specifico problema della compatibilità con i tratti caratterizzanti il tipo dell'attribuzione del potere di nomina di esponenti delle cariche sociali in favore di determinate categorie azionarie si rinvia al successivo § 6.

Non si può poi escludere che la categoria azionaria fondi la propria “specialità” su una posizione soggettiva di obbligo o comunque diversa dal privilegio¹⁵⁴.

La deviazione dal modello “ordinario” di azione¹⁵⁵ può verificarsi tanto sul versante dei diritti patrimoniali quanto su quello dei diritti amministrativi e può derivare anche dalla combinazione di elementi “devianti” su entrambi i fronti.

Per quel che concerne i diritti patrimoniali ai sensi dell’art. 2350 comma 1° c.c. “ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione”. Sono fatti però espressamente salvi i diritti al riguardo attribuiti in favore di speciali categorie di azioni¹⁵⁶. Tale norma va letta in combinato disposto con l’art. 2348 2° comma c.c. nella parte in cui prevede

¹⁵⁴ Per questi rilievi NOTARI, M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 593 e PICONE, F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2003, 755.

¹⁵⁵ Peraltro diretto corollario del principio di atipicità è la relatività dello stesso concetto di azione ordinaria.

¹⁵⁶ Sul diritto periodico agli utili GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004, 109 afferma che “la continua reintegrazione dei beni, necessaria per il carattere dinamico dell’attività economica, impedisce l’esistenza di un diritto al dividendo durante la società ma non può eliminare il diritto in caso di liquidazione, in quanto quest’ultimo garantisce il perseguimento del lucro soggettivo. Il fattore tempo nella distribuzione dei risultati non è quindi rilevante in quanto è indifferente per l’ordinamento che i soci percepiscano i risultati durante l’attività o alla liquidazione. L’attribuzione della competenza all’assemblea determina che la distribuzione durante la vita della società sia giuridicamente irrilevante e quindi che la mancata distribuzione possa rilevare solo se fa parte di un comportamento illegittimo della maggioranza, contrastato dai rimedi dell’impugnazione della delibera”. Al riguardo invece SFAMENI, P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008, 25 ritiene che “il collocamento temporale della partecipazione ai risultati dell’attività sociale assume, nel contesto della società per azioni, una rilevanza tipizzante. Ne dovrebbe seguire l’inaccettabilità della tesi ... circa la perfetta neutralità sul piano giuridico concernente la modalità temporale di realizzazione dello scopo lucrativo nel contesto della società per azioni: la perfetta sostituibilità, dunque, sul piano normativo, tra la partecipazione agli utili *durante societate* e la partecipazione alla quota di patrimonio netto in sede di liquidazione; tra rendimento periodico e rendimento finale dell’investimento azionario”.

che i diritti diversi possano avere ad oggetto anche l'incidenza delle perdite, così dissipando ogni dubbio sull'ammissibilità delle azioni postergate della cui legittimità prima della riforma si dubitava fortemente¹⁵⁷. È evidente che l'unico limite in ordine alla "modulabilità" dei diritti patrimoniali, peraltro in assenza di limiti quantitativi di emissione, va individuato nel divieto di patto leonino che appunto impedisce che alcuni soci possano essere esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite. Ciò che tuttavia emerge dal dibattito post-riforma è un'esigenza di riconsiderare la portata operativa di siffatto divieto nell'ambito della s.p.a.¹⁵⁸ fino a ricondurlo al suo contenuto minimo di aleatorietà della remunerazione dell'investimento¹⁵⁹. In quest'ottica rispetto a utili o perdite "illegittima sarebbe

¹⁵⁷ Peraltro al riguardo, già prima della riforma, ABRIANI, N., *Il divieto di patto leonino*, Milano, Giuffrè, 1994, 122 osservava che tale tipologia di azioni, una volta chiarito che l'art. 2265 c.c. "prescinde da considerazioni di tipo equitativo ed antisopraffattorio", non poteva dirsi contraria al divieto di patto leonino in quanto clausole che prevedono un esonero parziale dalle perdite o una diversa proporzionalità nella partecipazione alle stesse non determinano "di per sé un'esclusione ma una semplice graduazione del rischio d'impresa... Certo, può ben darsi che, di fatto, le perdite vengano a gravare, per alcuni esercizi, sulle sole azioni ordinarie. Quest'ipotesi non inficia però la legittimità della previsione statutaria; per lo meno sino a tanto che si presenti come una mera possibilità e non in termini di certezza o di altissima probabilità". In questo senso si erano espressi anche CASELLI, G., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 1980, 688; PAVONE LA ROSA, A., *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Rivista delle società*, 1982, 705; TEDESCHI, F., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 1980, 834.

¹⁵⁸ CALVOSA, L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, 204, alla luce delle modifiche introdotte dalla riforma con riferimento alla struttura finanziaria della s.p.a. parla di "una decolorazione, se non un vero e proprio tramonto, del divieto di patto leonino e, con questo, del tradizionale concetto di attività comune come requisiti imprescindibile della partecipazione sociale (e della comunanza delle perdite)".

¹⁵⁹ GAMBINO, A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2002, 645 rileva come alla luce delle recenti innovazioni "la remunerazione aleatoria della partecipazione è la caratteristica differenziale rispetto agli strumenti finanziari a remunerazione certa, nei quali il rischio è tipicamente accessorio". Peraltro SFAMENI, P., *Azioni di categoria e*

l'esclusione assoluta, non quella relativa (ad es. sottoposta a condizione): l'esclusione permanente, non quella temporanea"¹⁶⁰. L'elusività di una clausola statutaria rispetto al divieto in commento dovrà comunque essere valutata *ex ante* in astratto e non *ex post* in ragione dell'effetto concreto che è venuto a determinarsi a seguito della sua applicazione: la circostanza che l'applicazione di una determinata clausola possa, in virtù di presupposti variabili non subordinati a condizioni meramente potestative¹⁶¹, rivelarsi in concreto elusiva del divieto non esclude un profilo aleatorio dell'investimento sufficiente a determinarne la compatibilità con l'art. 2265 c.c. È proprio sulla base di queste considerazioni che pare possa ritenersi ad esempio configurabile un titolo azionario il cui possesso determini in buona sostanza la titolarità della qualifica di "socio a tempo": azioni cui sia legato un vero e proprio diritto del socio al riscatto ad un prezzo predeterminato da parte della società o di altri soci, da intendersi come diritto allo smobilizzo del proprio investimento¹⁶². Ed infatti la predeterminazione del prezzo di riscatto – che potrebbe *ex post* rivelarsi tanto vantaggioso quanto svantaggioso per il socio riscattato –

diritti patrimoniali, Milano, Giuffrè, 2008, 76 osserva come la necessaria aleatorietà del risultato discenda dalla causa stessa del contratto di società - prima ancora che dal divieto di patto leonino – implicando come diretto corollario il divieto per gli azionisti di percepire un interesse fisso o variabile.

¹⁶⁰ Così SFAMENI, P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008, 89.

¹⁶¹ Osserva SFAMENI, P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008, 104 che tale conclusione si impone "in ossequio, da un lato – ed in particolare per quanto riguarda le condizioni sospensive dei diritti - al disposto dell'art. 1356 c.c., posto a presidio della serietà e della certezza dei vincoli giuridici, e alle specifiche applicazioni dello stesso principio in campo societario: l'art. 2351, comma 2 c.c. in materia di voto condizionato e l'art. 2355-bis, comma 2 c.c. in materia di clausola di mero gradimento. Dall'altro – ed in particolare per quanto riguarda le condizioni modificative o estintive di diritti – per il motivo assorbente della necessaria oggettività che deve caratterizzare le condizioni dell'investimento azionario e, dunque, i diritti e gli obblighi incorporati nell'azione, anche ai fini, riteniamo, della corretta valorizzazione della partecipazione azionaria in sede di disinvestimento sul mercato".

¹⁶² In generale sulla clausola di riscatto si veda CALVOSA, L., *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1995.

renderebbe l'investimento comunque aleatorio¹⁶³. È appena il caso di rilevare che la configurabilità di una categoria azionaria con diritto di riscatto deriva dal principio di atipicità delle categorie azionarie più che dalla nuova disciplina introdotta dall'art. 2437 sexies c.c. che sembra riguardare azioni riscattabili emesse con finalità diverse dal finanziamento. In questa ipotesi si fa infatti riferimento ad un "potere di riscatto da parte della società o dei soci" (e non ad un obbligo in tal senso) previsto verosimilmente nell'interesse della società (ad esempio con finalità sanzionatorie). Tant'è che per la determinazione del prezzo delle azioni vengono richiamate le norme previste in materia di recesso che si rivelano invece inadeguate per la predeterminazione del prezzo nel caso di riscatto con funzione di smobilizzo¹⁶⁴.

¹⁶³ In questo senso CALVOSA, L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, 195; SFAMENI, P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008. Si pronunciano per la configurabilità di categorie azionarie con clausole di *put* e non solo di *call* TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, V, 2004, 1082 BARCELLONA, E., *Clausole di put & call a prezzo predefinito*, Milano, Giuffrè, 2004. Di diverso avviso, seppur ante-riforma, ABRIANI, N., *Il divieto di patto leonino*, Milano, Giuffrè, 1994, 144 il quale afferma che sarebbe riscontrabile un vizio di impostazione "nella tesi secondo al quale gli accordi in esame, dando vita ad un negozio aleatorio, non sarebbero, per ciò stesso, riconducibili al divieto di cui all'art. 2265 c.c. ... Del resto, contratto aleatorio e contratto di società si pongono su due piani nettamente distinti: il primo, infatti, si caratterizza per il fatto che l'alea agisce sui contraenti in modo alternativo, rimanendo incerto non già il vantaggio, che è sicuro, ma su quale delle parti esso ricadrà; nella società, viceversa, il risultato economico è incerto per tutti ma, una volta verificatosi, è certo che si ripercuoterà su tutti i soci, sia pure in diversa misura o anche secondo un dato ordine di preferenza. Anche sotto questo profilo, il divieto di patto leonino rivela, dunque, il suo carattere di norma di fattispecie".

¹⁶⁴ Per questi rilievi CALVOSA, L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, 195. Al riguardo OPPO, G., *Vario diritto, Scritti giuridici VII*, Padova, Cedam, 2005, 320 osserva che la disciplina in materia di azioni riscattabili prevede un "riscatto assimilato per qualche aspetto alla disciplina del recesso ma in realtà più prossimo all'esclusione giacché l'iniziativa non è del titolare delle azioni riscattabili. Difficilmente si può quindi ipotizzare un suo interesse a fondamento della previsione legislativa".

Il legislatore ha poi espressamente disciplinato una categoria speciale di azioni ben nota ad altre esperienze ma fortemente innovativa per il nostro ordinamento: le cd azioni correlate¹⁶⁵. L'art. 2350 2° comma c.c. infatti consente alle s.p.a. di “emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore. Lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni, nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria”. A tutela dell'intergità patrimoniale della società il 3° comma della medesima norma prevede però che “non possono essere pagati dividendi ai possessori delle azioni previste dal precedente comma se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società”¹⁶⁶.

Ne deriva che grazie alla creazione di categorie di azioni con diritti patrimoniali speciali nella s.p.a. è espressamente consentita una sopportazione diseguale del rischio tra i soci. Ciò che rileva ai fini della presente indagine è verificare se e in quale misura i diritti patrimoniali “diversi” hanno delle interazioni col diritto di voto. Al riguardo la regola di *default* prescelta dal legislatore, analogamente al passato, non si discosta dal modello *one share-one vote*. Il 2° comma dell'art. 2351 c.c. però, fermo il divieto di emissione di azioni a voto plurimo di cui al 4° comma del medesimo articolo, così testualmente dispone: “salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di

¹⁶⁵ Sulle azioni correlate DE BIASI, P., *Burro e cannoni: le alphabet stock*, in *Società*, 2002, 821; MANZO, G., SCIONTI, G., *Patrimoni dedicati e azioni correlate: cellule fuori controllo?*, in *Società*, 2003, 1335; MIGNONE, G., *Tracking shares e Actions reflex come modelli per le nostre azioni correlate*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2003, 610; BIANCHI, L. G., BRUNO, F., BRUNO G., *Dalle tracking shares alle azioni correlate: brevi riflessioni sull'esperienza domestica italiana*, reperibile sul sito www.dirittobancario.it; PACIELLO, A., *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004; PORTALE, G., *Dal capitale “assicurato” alle “tracking stocks”*, in *Rivista delle società*, I, 2002, 146.

¹⁶⁶ Tale precisazione si rende necessaria in quanto, essendo comunque le azioni correlate frazioni dell'intero capitale sociale come chiarito da PORTALE, G., *Dal capitale “assicurato” alle “tracking stocks”*, in *Rivista delle società*, I, 2002, 164, “a) tutti i comparti cui sono correlate le azioni sono esposti alla responsabilità per i debiti della società; b) i singoli comparti non sono completamente esenti dalla partecipazione alle perdite prodotte dagli altri comparti”.

azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato a condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale”. Dalla lettura della norma in esame un primo dato si impone con tutta la sua evidenza: oltre ad essere stata generalizzata la possibilità di incidere in maniera molto ampia sul diritto di voto fino ad arrivare alla sua totale soppressione è sparito ogni accenno alla necessaria sussistenza di un privilegio di carattere patrimoniale a fronte della limitazione o esclusione del diritto di voto. Al riguardo la lettera della legge, attraverso il suo eloquente silenzio, è piuttosto chiara: deve ritenersi superato il principio di proporzionalità tra rischio e gestione – pur essendo rimasta inalterata la sua funzione di regola di *default* – anche nella sua accezione “debole” e, conseguentemente, ogni necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi con funzione di “riequilibrio causale” può dirsi abbandonato; né pare possibile recuperare l’operatività del suddetto principio facendo ricorso all’interpretazione sistematica avendo appunto l’intero sistema subito notevoli alterazioni¹⁶⁷. A margine di tali osservazioni non si può evitare di rilevare che l’esclusione del diritto di voto – sia essa integrale o circoscritta a determinate delibere assembleari – implica la soppressione di due ulteriori diritti di carattere amministrativo di primaria importanza: il diritto di intervento in assemblea e il

¹⁶⁷ BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004 tuttavia esprime delle perplessità in ordine a tale conclusione e al superamento del necessario bilanciamento tra poteri gestori e diritti patrimoniali ritenendo che “qualora fosse, invece, la conclusione condivisibile, il principio di parità di trattamento sarebbe morto. Ma francamente trattasi di un’affermazione troppo forte, che avrebbe richiesto, quantomeno, una più chiara esplicitazione normativa”. Dello stesso avviso MARTORANO, F., *Commento all’ art. 2348 c. c.* , in *La riforma delle società. Società per azioni e società in accomandita per azioni*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Tomo I, Torino, Giappichelli, 2004, 137 il quale ritiene che anche a seguito della riforma “il principio dell’equilibrio tra poteri gestori e diritti patrimoniali esclude la possibilità di comprimere od escludere il diritto di voto per una parte delle azioni senza una corrispondente attribuzione di maggiori diritti patrimoniali”.

diritto di impugnare le delibere annullabili, entrambi espressamente subordinati alla titolarità del diritto di voto¹⁶⁸.

Il mutato scenario normativo impone inoltre, come è evidente, un ripensamento del regime delle azioni speciali nelle società quotate. La disciplina delle azioni di risparmio non è stata infatti modificata dalla riforma: con riferimento a tale tipologia di titoli la soppressione del diritto di voto è tuttora legata all'attribuzione di un privilegio patrimoniale. L'applicabilità dell'art. 2351 2° comma c.c. anche alle società quotate non è tuttavia revocabile in dubbio, tant'è che l'art. 147 bis del D.Lgs. 58/98 estende l'applicazione della disciplina relativa all'organizzazione dei titolari di azioni di risparmio alle "assemblee speciali previste dall'art. 2376, comma 1°, del codice civile, qualora le azioni siano quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione europea". Né esistono elementi testuali idonei a limitarne l'ambito di operatività¹⁶⁹. A questo punto interrogarsi sulle ragioni che possono aver indotto il legislatore a mantenere in vita le azioni di risparmio, pur essendo ormai possibile anche per le società quotate, in virtù di quanto previsto dall'art. 2351 2° comma c.c., emettere azioni a voto limitato o escluso in assenza di privilegi patrimoniali, è d'obbligo¹⁷⁰. Si potrebbe dedurre

¹⁶⁸ BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004 ritiene in proposito che "nessun dubbio vi può essere circa l'esclusione del diritto di intervento quanto agli azionisti a voto limitato, per quelle assemblee per le quali siano privi del diritto di voto".

¹⁶⁹ Anzi il dato testuale fa propendere per l'applicabilità dell'art. 2351 2° comma c.c. a tutte le s.p.a., ivi incluse le società aperte, in quanto il legislatore non ha al riguardo posto alcuna limitazione contrariamente a quanto si riscontra nell'art. 2351 3° comma c.c. il cui ambito di applicazione è invece circoscritto alle sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

¹⁷⁰ Peraltro la disciplina delle azioni di risparmio necessita di un coordinamento anche con le nuove norme in materia di impugnazione delle delibere assembleari. MAUGERI, M., *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 1302 al riguardo osserva come "il nesso sistematico istituito dalla riforma tra diritto di voto e diritti amministrativi minori quali il diritto di intervento in assemblea (art. 2370 c.c.) e il diritto di impugnazione delle deliberazioni non conformi alla legge e all'atto costitutivo (art. 2377 c.c.) si riflette evidentemente anche sulla definizione dei caratteri legali dell'azione di risparmio: è certo infatti oggi che la privazione del

dalla scelta normativa di non abrogare o modificare la disciplina delle azioni di risparmio l'implicita volontà del legislatore di preservare, quantomeno per le società quotate, il necessario bilanciamento tra compressione dei diritti amministrativi e riconoscimento di privilegi di natura patrimoniale¹⁷¹. Tale ipotesi ricostruttiva appare però poco convincente in assenza di espliciti riferimenti normativi al riguardo. Ci si chiede allora per quale motivo debba tuttora essere imposta l'attribuzione di un privilegio patrimoniale ai titolari di azioni di risparmio se poi la società ha comunque la possibilità di emettere azioni senza voto ai sensi dell'art. 2351 comma 2° c.c. Parte della dottrina a questo proposito ha enfatizzato l'affidabilità della denominazione "azione di risparmio" che garantirebbe ai risparmiatori l'immediata riconoscibilità delle caratteristiche dell'investimento. Pertanto la disciplina delle azioni di risparmio manterrebbe la sua inderogabilità

diritto di partecipare alla formazione della volontà assembleare trascina con sé anche la perdita per il singolo possessore di azioni di risparmio delle posizioni organizzative ancillari al diritto di voto, senza che ciò peraltro importi un vuoto di tutela, attesa la persistente legittimazione del rappresentante comune, ai sensi dell'art. 1467 t.u.f., ad assistere all'assemblea della società e ad impugnarne le relative deliberazioni". Per questi rilievi si vedano anche BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004; CIVITELLI, M., *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1, 2004, 491.

¹⁷¹ In questo senso a ridosso dell'entrata in vigore del D.lgs. 6/2003 TOMBARI, U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Rivista delle società*, II, 2002, 1074 per il quale "in seguito alla riforma la figura delle azioni di risparmio dovrebbe assumere un significato parzialmente diverso rispetto a quello attuale: essa opererebbe infatti non tanto come strumento di apertura di canali di finanziamento, quanto come limite a tutela del mercato, nel senso che una società quotata potrà emettere azioni senza voto solo se privilegiate ai sensi degli artt. 145 ss., T.u.f.". Parimenti SANTOSUOSSO, V., *La riforma del diritto societario*, in *Le nuove leggi civili, Prima interpretazione*, Milano, Giuffrè, 2003, 111 per il quale le azioni di risparmio e la relativa disciplina si pongono come "punto di riferimento per tutte le azioni delle società cd aperte: con la conseguenza di una disciplina più rigida riguardo alla necessità dei privilegi patrimoniali (e perciò del rispetto del principio di correlazione tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali)".

essendo vietata l'emissione di azioni senza voto prive di privilegi patrimoniali denominate "azioni di risparmio"¹⁷².

L'unico limite espresso in materia di azioni a voto limitato o escluso risiede nel limite quantitativo di emissione, non potendo le azioni speciali emesse ai sensi dell'art. 2351 2° comma c.c. complessivamente superare la metà del capitale sociale. Tale limite è caratterizzato da una innegabile funzione organizzativa in quanto la sussistenza di almeno una categoria di azioni a voto pieno si rende necessaria per il funzionamento stesso della società. Tuttavia non sembra che il limite in discorso possa rappresentare un efficace strumento per impedire che sia una minoranza di soci a gestire la società rischiando principalmente risorse altrui¹⁷³. Ed infatti, a prescindere dai criteri di assegnazione delle azioni che potrebbero comunque

¹⁷² MAUGERI, M., *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 1297 afferma che "si deve, allora, ritenere che il senso della conservazione della denominazione azioni di risparmio risieda, dopo la riforma, essenzialmente nel suo valore segnaletico a tutela dell'affidamento del mercato, servendo ad individuare un genus di partecipazioni azionarie all'interno del quale l'autonomia statutaria può individuare ulteriori species, tutte però caratterizzate, sul versante patrimoniale, dal riconoscimento di particolari diritti patrimoniali e, sul versante corporativo, dalla necessaria privazione del diritto di voto. In questo modo la legge assolve alla funzione specifica di standardizzare l'offerta sul mercato e di preconstituire all'autonomia privata un determinato tipo di investimento in azioni, provvisto di una propria disciplina, contribuendo così a minimizzare gli elevati costi transattivi che altrimenti le parti incontrerebbero nel negoziarne in dettaglio il contenuto". Dello stesso avviso BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004, il quale ritiene che "potrebbe allora concludersi, ma solo in via di prima approssimazione, e salvo ulteriori, necessari approfondimenti, nel senso che, più semplicemente, le due diverse categorie possano coesistere e, laddove si vogliano emettere azioni prive del diritto di voto diverse dalle azioni di risparmio, queste dovranno utilizzare un nomen diverso, in modo da evitare qualsiasi confusione anche ai danni dei risparmiatori".

¹⁷³ GATTI, S., *Libertà e contrappesi nella costituzione delle società di capitali e nelle partecipazioni sociali*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 498 individua la ratio del limite quantitativo di emissione nella necessità di "evitare che un massiccio ricorso a quelle species di azioni (ndr azioni a voto limitato o escluso) trasformi surrettiziamente in pratica le azioni ordinarie in azioni a voto plurimo".

vanificare la concreta portata funzionale del limite, nessuna norma impone che alle azioni a voto pieno – le quali devono appunto essere rappresentative almeno della metà del capitale sociale – corrisponda una posizione patrimoniale di “*residual claimant*”, ben potendo essere a voto pieno proprio le azioni dotate di privilegi patrimoniali e quindi caratterizzate da un “rischio ridotto”¹⁷⁴.

Le s.p.a. chiuse sono dotate di ulteriori spazi di autonomia potendo i loro statuti prevedere, ai sensi dell’art. 2351 3° comma, “che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti”¹⁷⁵. Al riguardo va preliminarmente precisato che il voto scalare o scaglionato consiste in un’attribuzione del diritto di voto differente rispetto all’attribuzione proporzionale che, ove prevista, interesserà tutte

¹⁷⁴ GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004, 181 a questo proposito ritiene si debba supplire a tale eventualità attraverso un’interpretazione sostanzialistica del divieto di patto leonino e rileva che “la conservazione dell’indirizzo che richiede la totale esclusione dalle perdite per aversi patto leonino implicherebbe che tutte le diminuzioni del rischio siano ammesse anche quando esse determinino la sostanziale indifferenza nei confronti dell’attività ed anche se sia la categoria favorita a governare la società, ciò che può ben accadere in quanto le azioni postergate possono avere il voto ed è possibile che azioni con voto siano minoranza e non postergate. L’autonomia statutaria non corretta da un’interpretazione sostanzialistica del patto leonino potrebbe quindi consentire che il titolare di tutte le azioni con voto sia quasi indifferente nei confronti del rischio mentre azioni con voto ma non postergate o le azioni senza voto siano primariamente esposte”.

¹⁷⁵ L’applicazione dell’art. 2351 3° comma c.c. è espressamente preclusa nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Le ragioni di tale preclusione sono rinvenute nell’esigenza di preservare la contendibilità delle società aperte che risulterebbe fortemente ridotta dall’adozione dei meccanismi di voto disciplinati dalla norma in commento con funzione di difesa da eventuali scalate ostili. D’ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 148 al riguardo rileva che “l’esplicito divieto di introdurre la clausola del voto scalare nelle società che fanno appello al mercato del capitale di rischio ... non può essere inteso come sintomo della persistenza del principio di corrispondenza tra capitale e rischio nell’ambito di questa categoria di società. Ciò in quanto la ratio della limitazione di questo meccanismo di gradazione dell’esercizio del diritto di voto alle sole società chiuse è da ricondurre ad una motivazione diversa, rappresentata dall’esigenza di garantire la contendibilità del potere societario, che assume valore primario nell’ambito delle società aperte”.

le azioni emesse dalla società e, per questa ragione, non darà vita ad una categoria speciale di azioni¹⁷⁶. Si tratta di modalità allocative del voto che consentono di introdurre un principio democratico nel processo deliberativo dell'organo assembleare, svincolando il "peso" del socio in assemblea dalle risorse investite nella società¹⁷⁷. È pertanto evidente che simili meccanismi – che consentono di tener conto dell'elemento personalistico nella formazione della volontà sociale – si muovono in una direzione diametralmente opposta rispetto al principio di proporzionalità tra rischio e gestione più volte richiamato¹⁷⁸.

¹⁷⁶ BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004 in proposito osserva che "il legislatore, correttamente, non ha inteso estendere a questa nuova fattispecie alcun limite massimo di emissione, a differenza di quanto previsto per le azioni a voto stabilmente limitato, dall'artl 2351, 2° comma: ciò in quanto non è possibile ipotizzare che, tra le azioni dotate di diritto di voto, solo alcune di esse siano a voto scalare ed altre, invece, no, atteso che tale sistema attiene alla posizione ed al peso deliberativo del singolo azionista, non invece al contenuto dell'azione, e non può quindi ridursene l'applicazione ad una sola categoria di azioni...Piuttosto, evidentemente, questa previsione potrà costituire un'ulteriore restrizione per i portatori di azioni con diritto di voto già limitato che abbiano diritto a votare solo in una particolare assemblea: in altre parole, proprio il principio secondo cui il voto scalare è uguale per tutti, determina il coinvolgimento di tutti gli azionisti nel meccanismo di computo non proporzionale del voto...Ed ancora, da questo principio si può trarre l'ulteriore conseguenza secondo cui, evidentemente, non è neppure ipotizzabile l'istituzione di un'assemblea speciale con riferimento agli azionisti a voto scalare, posto che, in tesi, in tal modo non si individua una categoria speciale di azioni".

¹⁷⁷ Mettono in luce le funzioni di tali meccanismi di voto BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004; D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007.

¹⁷⁸ Al riguardo D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 167 osserva come "il meccanismo del voto scalare introduce una penetrante deroga al principio di eguaglianza proporzionale tra gli azionisti, consentendo che il possesso di un numero diverso di azioni della stessa categoria non consegua una proporzionale diversità nei voti esercitabili o, addirittura, equiparando il numero di voti esercitabili da ciascun socio malgrado il diverso numero di azioni possedute. Attraverso il meccanismo del voto scalare, si scinde il binomio rischio-potere, in virtù del quale ad una diversa misura

Alla luce della rinnovata disciplina del diritto di voto nella s.p.a. non si può evitare di domandarsi se il divieto di emissione di azioni a voto plurimo sia coerente col sistema o, comunque, conservi, da un punto di vista pratico, un'effettiva portata precettiva. Esistono infatti, come evidenziato, molteplici istituti che operativamente possono condurre a risultati non dissimili dall'attribuzione del voto plurimo. Tale obiettivo è infatti perseguibile – oltre che mediante un'assegnazione non proporzionale delle azioni, la quale si sostanzia però in un meccanismo che non coinvolge le vicende del titolo azionario – attraverso l'emissione di categorie di azioni a voto limitato o escluso svincolata dal riconoscimento di privilegi di natura patrimoniale e, ancor di più nelle società chiuse, attraverso l'introduzione di meccanismi di voto scalare o scaglionato.

Dall'articolata disciplina in materia di diritto di voto emerge che nessuna correlazione necessaria – vale a dire normativamente imposta in presenza di scelte statutarie devianti dalla regola di *default* – deve permanere tra rischio dell'investimento e potere esercitabile nell'ambito della società, neppure nella limitata accezione di bilanciamento tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi¹⁷⁹.

dell'investimento azionario dovrebbe corrispondere una diversa misura dei poteri esercitabili in assemblea attraverso il diritto di voto, e si relega tale proporzionalità a criterio residuale, operante solo laddove la quantità di azioni posseduta dal socio non ecceda la soglia stabilita statutariamente”. L'Autore si interroga inoltre sulla possibilità che attraverso il meccanismo del voto scalare si arrivi all'ipotesi estrema dell'introduzione del voto capitaro nelle s.p.a. chiuse, valutando molteplici profili di potenziale incongruenza di tale tipologia di voto col tipo societario per poi concludere in favore della configurabilità di una simile previsione statutaria, salvo sollevare dubbi di compatibilità con i principi comunitari in materia di libera circolazione dei capitali. Non escludono l'ammissibilità del voto capitaro BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004 e SANTORO, V., *Commento all' art. 2351*, in *La riforma delle società. Società per azioni e società in accomandita per azioni*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Tomo I, Torino, Giappichelli, 2004., 146.

¹⁷⁹ Fa espresso riferimento al “superamento della proporzionalità tra potere e rischio” SPADA, P., *C'era una volta la società*, in *Rivista del notariato*, I, 2004, 7. D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 194 evidenzia appunto come la riforma abbia “spezzato la relazione tra diritto amministrativi e patrimoniali” e che “non resta ... che riconoscere il superamento della ... accezione del principio di eguaglianza tra

Ulteriore dato ricavabile dalle considerazioni sin qui svolte è che il diritto di voto non costituisce più elemento costante della partecipazione azionaria, comprimibile solo in via eccezionale e a fronte di un elemento compensativo di natura patrimoniale¹⁸⁰. Persino l'essenzialità del conferimento – quantomeno da un punto di vista sostanziale – viene meno risultando fortemente depauperata dalla possibilità di procedere ad un'assegnazione non proporzionale delle azioni. Ciò che sembra caratterizzare la partecipazione azionaria da un punto di vista tipologico è esclusivamente la funzione di responsabilità del capitale che è comune a tutti i titoli azionari e li differenzia dalle altre tipologie di titoli che la società può emettere¹⁸¹. In assenza di ulteriori tratti comuni caratterizzanti, partecipazione azionaria diventa sinonimo di imputazione al singolo, attraverso le regole del capitale, dei risultati dell'attività la quale può dirsi comune entro questi ristretti limiti¹⁸². Ulteriore

gli azionisti inteso come bilanciamento tra diritti amministrativi e patrimoniali, rimasto senza puntuale base testuale e privo di una diversa giustificazione teorica”. Sul superamento della correlazione rischio/potere si veda anche BARCELLONA, E., *Clausole di put & call a prezzo predefinito*, Milano, Giuffrè, 2004. Sull'opportunità di recuperare comunque in via statutaria una correlazione tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi si veda il successivo § 5.

¹⁸⁰ ANGELICI, C., *Il socio nella riforma*, in *La riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2004, 14 rileva che “la società per azioni non presuppone altro, dal punto di vista del socio, che l'effettuazione dell'investimento; mentre per il resto la posizione di chi investe, del socio appunto, può rimanere assolutamente passiva ed a suo carico non sono riconoscibili altri obblighi...è ormai definitivamente chiaro che il profilo del potere è in effetti inessenziale alla posizione di azionista. Se infatti lo strumento tecnico ed esclusivo con cui i soci possono nella società per azioni esercitare il loro potere di influenza sull'attività sociale è rappresentato dal diritto di voto, è ormai chiaro, anche in via generale, che tale diritto può non competere”.

¹⁸¹ Così GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004, il quale evidenzia come l'unica categoria di azioni per cui non vale il criterio distintivo della riconducibilità dell'investimento al capitale sociale è rappresentato dalle azioni di godimento, la cui diversità rispetto agli altri titoli azionari deriva dalla specifica vicenda che le ha originate. Sulle peculiarità delle azioni di godimento PATRIARCA, S., *Le azioni di godimento*, Padova, Cedam, 1992.

¹⁸² ZANARONE, G., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 79 evidenzia come “la funzione del tipo come limite all'autonomia statutaria rischia di essere, se non messa in forse, quantomeno seriamente ridimensionata dalla notevole

corollario di tale rinnovato scenario è che, operando il divieto di patto leonino indistintamente per tutti i soci e quindi anche per i titolari di azioni senza voto, probabilmente la sua *ratio* non va più ricercata nell'esigenza di evitare distorsioni nella gestione, ma esclusivamente nella necessità di preservare la causa del contratto di società e conseguentemente la condivisione del rischio. Ne deriva che un'applicazione indifferenziata del divieto – che non tenga conto delle eventuali limitazioni del diritto di voto – potrebbe risultare inadeguata e persino in controtendenza rispetto alla funzione del divieto stesso¹⁸³.

3. STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

Portata dirompente ha poi avuto, ai fini che qui rilevano, la previsione in materia di s.p.a. di una fattispecie del tutto nuova: gli strumenti finanziari partecipativi.

La legge delega, tramite l'istituto in commento, intendeva favorire “l'acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'impresa sociale”¹⁸⁴ e “agevolare il ricorso al mercato dei capitali”. Il decreto di riforma

apertura che il legislatore della riforma ha fatto a quest'ultima: e ciò sul terreno sia della generale causa societaria che della singola struttura. Si pensi, sotto il primo profilo, allo snaturamento cui il requisito dell'attività comune dei soci enunciato dall'art. 2247 può andare incontro nella s.p.a. per la presenza in statuto di clausole che ... escludano alcuni soci dalla suddetta attività attraverso la creazione di azioni a voto limitato o condizionato o addirittura senza diritto di voto”.

¹⁸³ GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004.

¹⁸⁴ Il riferimento è evidentemente agli apporti d'opera o servizi di cui è stata consentita l'acquisizione attraverso i nuovi strumenti finanziari. La portata innovativa di tale previsione è stata sottolineata, tra gli altri, da SALAFIA, *Il conferimento di opere e servizi secondo la riforma societaria*, in *Società*, N.12/2003, 1576; BIANCHI, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, a cura di BENAZZO, PATRIARCA, PRESTI, Milano, Giuffrè, 2003, 79; DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: I principali tratti caratterizzanti e gli “altri strumenti finanziari partecipativi”*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di CIAN, Padova, Cedam, 2004, 257. La Relazione Ministeriale ha al riguardo sottolineato che “...sempre perseguendo l'obiettivo politico di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale, ma con soluzione

avrebbe dovuto “...prevedere... i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi”. Il legislatore delegato era quindi chiamato a disciplinare due distinte categorie di strumenti finanziari: strumenti finanziari partecipativi e strumenti finanziari non partecipativi. Non sembra tuttavia che il decreto di riforma abbia attuato la delega relativa alla creazione di due tipologie di strumenti finanziari – partecipativi e non – dotati di caratteri qualificanti autonomi e differenziali in punto di disciplina.

L’art. 2346, comma 6°, c.c. consente infatti genericamente alle s.p.a. di emettere strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali o anche amministrativi a fronte di un non meglio specificato apporto da parte di soci o di terzi, che può consistere anche in prestazioni d’opera o servizi. Il legislatore ha in tal modo offerto alle s.p.a., rivolgendosi indistintamente sia alle s.p.a. “aperte” sia alle s.p.a. “chiuse”, un nuovo canale di finanziamento tendente ad assicurare alle società, in linea con gli obiettivi della legge delega, una maggiore flessibilità degli assetti partecipativi ed un’adeguata concorrenzialità a livello internazionale¹⁸⁵, intaccando la tradizionale bipartizione tra capitale di rischio e capitale di debito.

necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi, si è espressamente ammessa che la possibilità che in tal caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi: così nell’art. 2346, comma 6°, c.c. ... In tal modo si è cercato un punto di equilibrio tra il divieto imposto dall’ordinamento comunitario e l’esigenza di consentire pure l’acquisizione alla società di valori a volte di notevole rilievo; senza però pervenire alla soluzione, che in altri ordinamenti è stata fonte di insuperabili difficoltà applicative e sistematiche, di ammettere l’emissione di azioni di industria. La soluzione adottata è in effetti economicamente equivalente a quest’ultima, ma ne supera gli specifici problemi tecnici ed appare perciò di maggiore praticabilità”.

¹⁸⁵ TOMBARI, *Nuovi strumenti di finanziamento nella s.p.a.: gli “strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali ed amministrativi”*(art. 4, comma 6°, lettera c), reperibile sul sito www.associazionepreite.it rileva come “il sistema di finanziamento delle società di capitali sia entrato in crisi già a partire dagli anni cinquantasette, allorquando le nostre imprese societarie si sono trovate a concorrere con imprese di altra nazionalità (comunitarie e non), le quali, avendo a disposizione la possibilità di emettere una variegata tipologia di strumenti di finanziamento, erano in condizione di procurarsi capitale con

Oltre ad aver dotato l'autonomia statutaria di un ampio margine di intervento nella diversificazione dell'offerta di strumenti di raccolta di capitali, la riforma ha inoltre consentito, tramite l'istituto in commento, l'acquisizione di prestazioni d'opera e servizi, pur mantenendo il divieto di farne oggetto di conferimento previsto dall'art. 2342, comma 5°, c.c. Tale possibilità è da più parti individuata come la principale ragione alla base dell'introduzione della nuova fattispecie¹⁸⁶, soprattutto in considerazione della scarsa diffusione delle azioni con prestazioni accessorie, create proprio per consentire l'acquisizione delle entità non conferibili e che i nuovi strumenti partecipativi dovrebbero essere in grado di condurre "ad un progressivo, inesorabile oblio"¹⁸⁷.

Il legislatore tuttavia, forse con la finalità di valorizzare il più possibile il ruolo dell'autonomia statutaria, non ha dedicato alle norme in materia di strumenti finanziari la dovuta attenzione, affidando agli statuti il delicato compito di prevedere i diritti da attribuire ai titolari, la loro legge di circolazione, se ammessa, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e ogni altro aspetto rilevante, senza prevedere una disciplina di *default* applicabile nel caso in cui lo statuto ometta

mezzi alternativi al credito bancario e dunque a costi minori rispetto a quelli sopportati dalle imprese italiane, che dal credito bancario erano invece sostanzialmente dipendenti. La globalizzazione del mercato di capitali e l'instaurarsi, in forme sempre più intense, di una concorrenza tra ordinamenti nel predisporre le strutture giuridiche delle imprese hanno reso infine non più rinviabile una riforma del sistema di finanziamento della società per azioni".

¹⁸⁶ In questo senso: SALAFIA, *Il conferimento di opere e servizi secondo la riforma societaria*, in *Società*, N.12/2003, 1576; BIANCHI, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, a cura di BENAZZO, PATRIARCA, PRESTI, Milano, Giuffrè, 2003, 79; DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: I principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di CIAN, Padova, Cedam, 2004, 257; DI PACE, *Il conferimento di opere e servizi: questioni ancora aperte e possibili soluzioni*, in *Le società*, N.10/2003, 1325.

¹⁸⁷ Si esprime in questi termini PATRIARCA, *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2004, SALAFIA, *Il conferimento di opere e servizi secondo la riforma societaria*, in *Società*, N.12/2003, 1576 ritiene invece che le azioni con prestazioni accessorie siano efficacemente in grado di assolvere la loro funzione e che non necessitino di alcun surrogato.

talune di tali indicazioni. L'art. 2346, comma 6°, c.c. si limita infatti a prevedere, come già ricordato, la possibilità per le s.p.a. di emettere, a fronte di apporti anche di opera o servizi da parte di soci o di terzi, strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi¹⁸⁸, salvo precisare che non è consentito attribuire loro il voto nell'assemblea generale degli azionisti. Le prime incertezze applicative riguardano proprio il momento genetico della fattispecie ovvero la fase di emissione. La norma infatti nulla dice in merito all'organo competente all'emissione, pur precisando che dovrà essere lo statuto a prevedere modalità e condizioni di emissione. Pare preferibile ritenere che, in mancanza di una diversa previsione statutaria, qualora lo statuto contempra la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi e ne individui i connotati essenziali, possa essere l'organo amministrativo a deliberare in concreto l'emissione¹⁸⁹. Non sembra al contrario in

¹⁸⁸ Al riguardo la dottrina maggioritaria ritiene che non sarebbe configurabile uno strumento finanziario, emesso ai sensi dell'art. 2346, comma 6°, c.c. dotato di soli diritti amministrativi. TOMBARI, U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2006, 149 osserva "per quanto attiene poi ai diritti patrimoniali, non vi è dubbio che essi debbano sempre sussistere e ciò in quanto i diritti patrimoniali riflettono la natura e la causa dell'operazione economica sottostante all'emissione di strumenti finanziari e quindi, quale essa sia, non può darsi il caso di strumenti finanziari che ne siano del tutto privi". In questo senso anche MIOLA, *Gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti*, in *Trattato Colombo-Portale*, 1***, Torino, Utet, 2004. Si registrano, tuttavia, anche opinioni dissenzianti, tra cui MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Ipsa, 2004; MIGNONE, *Commenti Art. 2346, comma 6°, Art. 2349, comma 2°, Art. 2351, comma 5°*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 5, d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, COTTINO, (diretto da), Bologna, Zanichelli, il quale ritiene che la meritevolezza di tutela dell'interesse perseguito con l'emissione di strumenti finanziari dotati di soli diritti amministrativi potrebbe essere, ad esempio, rinvenuta in un'ipotesi di collegamento negoziale.

¹⁸⁹ Tale conclusione pare suffragata dai principi che regolano la suddivisione di competenze fra organo gestorio e assemblea, come ridisegnata dalla riforma del 2003, per la quale si veda diffusamente MOSCO, *Commento all'art. 2380 bis c.c.*, in *Società di capitali. Commentario, II, artt. 2380 – 2448 c.c.*, NICCOLINI, STAGNO D'ALCONTRES, (a cura di), Jovene editore, 2004. Giungono a questa conclusione, tra gli altri, PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, II, 2003 e DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa*

linea con il dettato normativo consentire che all'organo amministrativo sia attribuita – oltre alla competenza deliberativa in ordine all'emissione – anche la competenza relativa all'individuazione dei diritti in concreto spettanti ai titolari degli strumenti finanziari e gli altri tratti caratterizzanti la fattispecie che l'art. 2346 c.c. richiede espressamente allo statuto di determinare.

Se l'individuazione dei diritti patrimoniali attribuibili ai titolari degli strumenti finanziari non solleva particolari problemi – essendo pressoché pacifico che tale locuzione sia idonea a ricomprendere ogni modalità remunerativa di quanto apportato¹⁹⁰ – lo stesso non può certo dirsi per l'individuazione dei diritti amministrativi. Occorre infatti chiedersi a quali diritti amministrativi il legislatore abbia inteso alludere e in particolare se sussistono determinati diritti che rimangono, in ogni caso, appannaggio esclusivo dei soci.

Una prima indicazione sembra provenire dalla lettera della legge che vieta l'emissione di strumenti finanziari ai quali sia collegato l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. L'art. 2351, comma 5°, c.c. precisa però che lo statuto può attribuire ai titolari degli strumenti finanziari proprio quel diritto di voto che pareva in un primo momento vietato, seppur circoscritto ad argomenti specificamente indicati, nonché il diritto di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza, o un sindaco.

È pertanto necessario uno sforzo interpretativo al fine di armonizzare quanto disposto dai due articoli sopra citati, soprattutto per quel che concerne l'individuazione della sede di esercizio del diritto di voto e degli specifici argomenti che possono legittimamente rientrare nella competenza deliberativa dei titolari degli strumenti finanziari.

societaria: I principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi", in Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario, a cura di CIAN, Padova, Cedam, 2004, 257. Alla medesima conclusione si giunge, inoltre, in virtù del rinvio di cui all'art. 2411, comma 3°, c.c., per quel che riguarda gli strumenti finanziari rientranti nell'ambito di applicazione di tale norma. Queste considerazioni non valgono, ovviamente, per gli strumenti finanziari emessi in favore dei prestatori di lavoro, la cui emissione deve essere deliberata, ai sensi dell'art. 2349 c.c., dall'assemblea straordinaria.

¹⁹⁰ Si veda in proposito NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2003.

Quanto al primo problema, delle due l'una: o si consente, in via eccezionale, ai titolari degli strumenti finanziari di confluire nell'assemblea generale degli azionisti limitatamente all'approvazione delle delibere di competenza comune o si ritiene che il loro consenso vada raccolto altrove, magari in una separata assemblea di categoria¹⁹¹. In verità nel caso specifico della nomina di un componente dell'organo amministrativo o dell'organo di controllo – che il legislatore ha qualificato come indipendente, in un'accezione non del tutto chiara in tale contesto¹⁹² – non pare sussistano elementi ostativi alla formazione della volontà dei soggetti deliberanti in una sede distinta dall'assemblea dei soci¹⁹³.

¹⁹¹ Aderiscono alla prima tesi interpretativa, tra gli altri, CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni*, IV, in *Commentario Scialoja-Branca*, GALGANO (a cura di), Bologna, Zanichelli, 2005; ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, OLIVIERI, PRESTI, VELLA, (a cura di), Bologna, Il Mulino, 2003; DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: I principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di CIAN, Padova, Cedam, 2004, 257. Di diverso avviso è LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle s.p.a. e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2003, 519, il quale fa riferimento ad un vero e proprio potere autorizzatorio attribuibile ai titolari degli strumenti finanziari partecipativi. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Società di capitali*, Commentario, I, artt. 2325- 2379 ter c.c., NICCOLINI, STAGNO D'ALCONTRES, (a cura di), Jovene editore, 2004, 313, afferma, invece, che "sembra potersi desumere un dato certo e, cioè, che il voto dei portatori degli strumenti finanziari, allorché previsto dallo statuto, deve concretarsi in una manifestazione collettiva di volontà espressa nell'ambito di un'assemblea settoriale. Altro discorso è affermare che quest'assemblea sia coincidente con quella di cui all'art. 2376 c.c. [...] Al di fuori dell'ambito delineato dall'art. 2376, comma. 1°, non si versa nell'ipotesi di assemblea speciale delineata dal legislatore e non trovano applicazione in conseguenza le relative regole procedurali."

¹⁹² Per l'esame delle problematiche connesse alla qualificazione di tale soggetto come "indipendente" e alla presenza di un soggetto non espressione del capitale azionario nell'ambito dell'organo amministrativo si veda il successivo § 6.

¹⁹³ MIGNONE, *Commenti Art. 2346, comma 6°, Art. 2349, comma 2°, Art. 2351, comma 5°*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 5, d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, COTTINO, (diretto da), Bologna, Zanichelli osserva invece, che "l'elezione separata dei partecipanti agli organi sociali (benché ammessa, per necessità, nel caso particolare in cui spetti allo Stato o a enti pubblici) contrasta

La questione si presenta invece più complessa con riferimento all'esercizio del diritto di voto su specifici argomenti. La raccolta dei consensi in seno ad assemblee separate infatti – se realizzata attraverso un meccanismo interamente mutuato da quello previsto dagli artt. 2376 c.c. ss. – finisce con l'attribuire ai possessori degli strumenti finanziari un vero e proprio diritto di veto¹⁹⁴ sugli argomenti oggetto della deliberazione, difficilmente superabile da parte dell'assemblea ordinaria.

D'altro canto, qualora si ritenga che il legislatore abbia semplicemente inteso vietare l'attribuzione ai titolari degli strumenti finanziari di una competenza deliberativa “piena”, integralmente coincidente con quella dei titolari di azioni ordinarie, e abbia, invece, inteso consentire, in ipotesi specifiche e circoscritte, il loro ingresso in assemblea generale¹⁹⁵, si profilano difficoltà applicative non facilmente superabili.

Lo statuto, in tal caso, dovrà infatti adeguare i *quorum* costitutivi dell'assemblea e prevedere scrupolosi criteri di computo dei voti, incidendo anche sui *quorum* deliberativi, essendo precluso il riferimento al parametro del capitale sociale¹⁹⁶.

Alla luce di tali difficoltà interpretative, il meccanismo delle assemblee separate, seppur implicante l'attribuzione ai titolari degli strumenti finanziari

con gli orientamenti tradizionali della dottrina e della giurisprudenza le quali, tanto in materia di amministratori, quanto di sindaci, non ammettono che si possa derogare al principio dell'unitarietà dell'organo assembleare ed escludono perciò la possibilità di votazioni separate.”

¹⁹⁴ LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle s.p.a. e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2003, 519.

¹⁹⁵ Quasi come se il legislatore avesse per mero errore di scrittura riferito l'aggettivo “generale” al termine assemblea, anziché riferirlo al termine voto (con l'intenzione, quindi, di vietare l'attribuzione del “voto generale” in assemblea e non del voto in “assemblea generale”).

¹⁹⁶ In proposito CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voce*, Milano, Giuffrè, 2006 suggerisce di adattare i *quorum* deliberativi sostituendo al parametro del capitale sociale rappresentato in assemblea quello del numero dei voti dei partecipanti. Di converso, l'Autore ritiene non debbano subire alcuna modifica i *quorum* costitutivi, da calcolare comunque con esclusivo riferimento al capitale sociale, non essendo possibile che la presenza di altri soggetti possa sostituire, a tali fini, quella degli azionisti.

dell'ultima parola su determinate materie, sembra essere la soluzione operativa da preferire¹⁹⁷, tenuto anche conto che, ai sensi dell'art. 2376, comma 1°, c.c., i titolari di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi (e solo questi ultimi) devono comunque necessariamente confluire in un'assemblea speciale di categoria. Al riguardo non si può tuttavia evitare di osservare che, ritenendo ammissibile l'attribuibilità di un vero e proprio diritto di veto ai titolari di strumenti finanziari partecipativi, seppur circoscritto a determinate delibere assembleari, non sembra potersi escludere l'attribuibilità di un diritto di voto dall'incidenza meno radicale sul procedimento deliberativo assembleare, magari sotto forma di parere non vincolante con finalità meramente consultive.

Quanto invece all'individuazione degli specifici argomenti in relazione ai quali i titolari degli strumenti finanziari possono votare, pur nel silenzio della legge, pare doveroso interrogarsi sull'opportunità di sottrarre determinati argomenti alla loro competenza deliberativa, nel tentativo di attribuire al limite contenuto nell'art. 2351, comma 5°, c.c. una rilevanza "qualitativa", oltre che meramente "quantitativa"¹⁹⁸. Tuttavia, pur essendo evidente la volontà del legislatore di non

¹⁹⁷ Peraltro pare che la stessa Relazione Ministeriale caldeggi questa soluzione interpretativa osservando che "...al fine di evitare...problemi applicativi di non agevole soluzione, si è precisato che gli strumenti finanziari in questione possono conferire tutti i diritti partecipativi escluso quello del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Ciò appare necessario in quanto, data la particolarità di tali strumenti finanziari, ne potrebbero derivare molteplici incertezze e conseguenti ragioni di instabilità per il funzionamento dell'assemblea; e ne potrebbero derivare ragioni di incertezza sistematica, fonti di imprevedibili esiti interpretativi in merito alla stessa nozione di partecipazione azionaria. Mentre l'esplicita previsione che tra i diritti da essi conferiti può essere pure quello di nominare in assemblea separata un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo sembra in effetti, piuttosto che diminuire, accrescere la loro appetibilità per gli operatori economici che intendano utilizzarli". In realtà la Relazione fa espresso riferimento esclusivamente alla nomina da effettuarsi in assemblea separata e sembra dimenticare l'esercizio del voto su specifici argomenti, ma è evidente che la paventata instabilità per il funzionamento dell'assemblea e gli ulteriori rischi interpretativi evidenziati si riproporrebbero nei medesimi termini anche in tale ulteriore ipotesi.

¹⁹⁸ NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2003 si pone il problema in chiave critica, senza, peraltro, giungere ad una conclusione. CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006 ritiene,

generalizzare la competenza deliberativa dei titolari di strumenti finanziari estendendola sino al punto di renderla coincidente con quella dei soci, non sembra possibile affermare che essa debba essere circoscritta ad argomenti di interesse per la categoria che potrebbero comunque *ex lege* già rientrare – almeno laddove presentino profili pregiudizievoli – nella competenza deliberativa dell’assemblea speciale di categoria. La portata innovativa della previsione in esame sembra invece risiedere proprio nella possibilità di attribuire a soggetti non soci poteri di *voice*, seppur circoscritti e mai coincidenti con quelli dei titolari di azioni a voto “pieno”¹⁹⁹.

invece, che il limite abbia una portata esclusivamente “quantitativa” purchè l’attribuzione del voto ai titolari di strumenti finanziari “non si traduca in un coinvolgimento diffuso nei lavori e nelle decisioni dell’assemblea”. PISANI MASSAMORMILE, A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 1298 ritiene che “parlare di argomenti specifici o particolari significa comunque: (i) non tutti gli argomenti di competenza dell’assemblea generale, ma solo alcuni; (ii) alcuni individuati a priori (dallo statuto); (iii) ed individuati in dettaglio ed in numero limitato”.

¹⁹⁹ La norma che circoscrive il diritto di voto attribuibile ai titolari di strumenti finanziari partecipativi se letta in combinato disposto con la norma che qualifica il componente del consiglio di amministrazione eleggibile dagli stessi come “indipendente”(sulla portata di tale aggettivo si veda il successivo § 6) dà quasi la sensazione – mai chiaramente espressa – che il legislatore abbia voluto imporre una sorta di “vincolo di minoranza” a carico dei titolari degli strumenti finanziari (in questi termini si esprime CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006, 749). Tale “vincolo di minoranza” opererebbe sia limitando la possibilità di intervenire nella gestione della società sia attraverso il voto (limitato a specifici argomenti) sia quella di nomina di un amministratore. Il predetto vincolo di minoranza è stato tuttavia reso esplicito solo nell’ambito della disciplina degli strumenti finanziari cooperativi, imponendo che ai titolari di tali strumenti finanziari non possa essere attribuito più di un terzo dei voti spettanti all’insieme dei soci presenti o rappresentati in ciascuna assemblea generale e che essi non possano eleggere più di un terzo degli amministratori, del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione. La *ratio* di tali limitazione sembra da ricercare nell’intenzione di evitare che soggetti diversi dai soci cooperativi e quindi non interessati agli scambi mutualistici possano assumere una posizione dominante nell’ambito dei processi decisionali della società. Va tuttavia rammentato che gli strumenti finanziari previsti nell’ambito della disciplina delle società cooperative non sembrano integralmente coincidenti con gli strumenti finanziari di cui all’art. 2346 c.c., in quanto taluni indici normativi fanno

È d'obbligo ricordare che il diritto di voto, seppur diritto amministrativo principe, l'unico a essere espressamente disciplinato dal legislatore in questo contesto, è solo uno dei molteplici diritti attribuibili ai titolari degli strumenti finanziari. Occorre però domandarsi quali diritti amministrativi, tra i c.d. "diritti amministrativi minori", lo statuto possa riconoscere a soggetti che, non essendo soci, si pongono, almeno formalmente, in posizione di terzietà rispetto alla società. Bisogna, in altre parole, verificare, al di là di quanto disposto dagli artt. 2346 e 2351 c.c., se sia necessario individuare dei limiti di carattere inderogabile, ricavabili dai principi generali del diritto societario²⁰⁰. A titolo meramente esemplificativo si pensi

propendere per la ricostruzione della fattispecie in termini più ampi dovendola ritenere idonea a ricomprendere anche titoli di rischio in senso stretto rappresentativi di frazioni di capitale sociale e quindi azionari. Sul punto, non essendo in questa sede consentiti ulteriori approfondimenti, BASSI, A., *Le società cooperative*, in *La riforma del diritto societario. Commento ai d. dls. N. 5-6 del 17 gennaio 2003*, BUONOCORE, V., (a cura di), Torino, Giappichelli, 2003; CAPO, G., *Fenomenologia cooperativa e processi decisionali*, in *Giurisprudenza commerciale. Numero speciale: contributi alla riforma delle società di capitali*, Supplemento al n. III, 2004, 819; CARRABBA, A., *Aspetti negoziali mutualistici del tipo societario mutualistico*, in *Rivista del notariato*, V, 2003, 1073; CUSA, E., *Strumenti finanziari e soci finanziatori nelle cooperative*, in *Rivista della cooperazione*, II, 2003, 165; FARINA, V., *Società cooperative: capitale sociale, quote, azioni e strumenti finanziari*, in *Rivista del notariato*, V, 2003, 1089; GENCO, R., *La struttura finanziaria*, in *La riforma delle società cooperative*, GENCO, R., (a cura di), Ipsoa, 2003, 57; LAMANDINI, M., *La riforma della struttura finanziaria delle cooperative: azioni e ibridi verso la quotazione*, *Intervento al Convegno su Gli statuti delle cooperative dopo la riforma del diritto societario*, Bologna 7 febbraio 2003, reperibile sul sito www.associazionepreite.it; PRESTI, G., *Cooperative e modellismo giuridico*, *Intervento al Convegno su Gli statuti delle imprese cooperative dopo la riforma del diritto societario*, Bologna, 7 febbraio 2003, reperibile sul sito www.associazionepreite.it; RACUGNO, G., *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, V, 2004, 559; TERRANOVA, G., *Riserve, dividendi e ristorni nelle cooperative: scopo mutualistico e problemi di sottocapitalizzazione dell'impresa*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, VI, 2004, 1213; ZIGNANI, A., *Le modifiche statutarie nelle cooperative*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, II, 2004, 587.

²⁰⁰ Al riguardo MIOLA, *Gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti*, in *Trattato Colombo-Portale*, 1***, Torino, Utet, 2004 ritiene che, ad eccezione del diritto di voto in assemblea generale, i diritti amministrativi attribuibili ai titolari degli strumenti finanziari

al diritto di intervento in assemblea, come ridisegnato dalla riforma del 2003, il quale, stante la nuova formulazione dell'art. 2370, comma 1°, c.c., ha apparentemente perso la propria autonomia per tramutarsi in una posizione giuridicamente tutelata esclusivamente in quanto strumentale all'esercizio del diritto di voto. Parrebbe in ogni caso preferibile riconoscere alla suddetta norma un carattere meramente funzionale alla tutela del diritto di intervento in assemblea di tutti i soggetti legittimati a votare, ma non ostativo, qualora lo statuto lo preveda, all'intervento di soggetti ulteriori²⁰¹. A seconda della tesi interpretativa cui si riterrà opportuno aderire, sarà pertanto differente la conclusione cui si perverrà circa l'attribuibilità di tale diritto ai titolari degli strumenti finanziari al solo scopo di assistere e partecipare al dibattito assembleare propedeutico al voto²⁰².

partecipativi potranno essere integralmente coincidenti "...sia per contenuto che per numero..." a quelli propri degli azionisti. CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006, evidenzia, invece, che se è vero che "...vincoli all'autonomia statutaria non sono derivabili...da elementi strutturali del rapporto di finanziamento partecipativo", tali vincoli vanno ricercati "...nell'esigenza comunque imprescindibile di rispettare la congruenza tra il quantum dell'ingerenza concessa agli investitori non soci e la...volontà normativa, palesemente emergente dalla relativa disciplina, di impedire dislocazioni della sovranità sull'ente dagli azionisti a tali diverse categorie di soggetti; e nella necessità di raccordare i diritti amministrativi con il quadro organizzativo, di *governance*, complessivamente delineato dalla riforma", precisando, però, che i diritti di ingerenza cd "deboli" non sono idonei a minare detta posizione di supremazia dei soci.

²⁰¹ È di diverso avviso MONTAGNANI, *Commento all'art. 2370 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario, I, artt. 2325-2379 ter c.c.*, NICCOLINI, STAGNO D'ALCONTRES, (a cura di), Jovene Editore, 2004.

²⁰² Propendono per la tesi positiva STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Società di capitali, Commentario, I, artt. 2325- 2379 ter c.c.*, NICCOLINI, STAGNO D'ALCONTRES, (a cura di), Jovene editore, 2004, 313; SALAFIA, *Il conferimento di opere e servizi secondo la riforma societaria*, in *Società*, N.12/2003, 1576; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Ipsoa, 2004 il quale precisa inoltre che "...nel confezionamento dei diritti di intervento e discussione non sembra che lo statuto incontri neppure i limiti della specificità delle materie, fissati dall'art. 2351 c.c. per la dotazione di quello di voto, sicché la partecipazione ai lavori dell'assemblea potrà essere consentita quali che siano le tematiche che essa è chiamata a trattare".

Analogo discorso può farsi per l'impugnazione delle delibere dell'assemblea dei soci non conformi alla legge o allo statuto, in relazione alla quale, a prescindere dalle quote qualificate di capitale da detenere salvo diversa previsione statutaria, persino i soci possono essere privi di legittimazione attiva. La legittimazione ad impugnare le delibere assembleari è infatti indissolubilmente legata alla titolarità del diritto di voto in ordine alla deliberazione che si intende impugnare. Pertanto i soci titolari di azioni senza voto o comunque con voto escluso in relazione alla delibera invalida non potranno accedere alla tutela demolitoria, la quale è surrogata dalla tutela risarcitoria. Forti dubbi sorgono quindi in merito alla compatibilità dell'eventuale attribuzione ai titolari di strumenti finanziari del diritto di impugnare le delibere assembleari col nuovo regime dell'annullabilità²⁰³.

Altro profilo critico attiene all'opportunità di colmare eventuali lacune facendo ricorso all'analogia. Ciò vale, ad esempio, con riferimento al diritto di opzione, disciplinato in materia di azioni e di obbligazioni convertibili, ma non preso in esame in relazione agli strumenti finanziari, nonostante la ratio di tale istituto imponga senz'altro una più approfondita riflessione²⁰⁴. Pare innegabile che lo statuto possa liberamente prevedere il diritto di opzione in favore dei soci per gli strumenti di nuova emissione e che, in talune ipotesi, tale previsione sia persino

²⁰³ Per la nullità ovviamente il problema non si pone essendo la legittimazione a far valere la nullità di una delibera assembleare legata esclusivamente alla titolarità di un interesse in ordine alla caducazione della delibera – a prescindere dalla titolarità del voto o da altri particolari requisiti soggettivi - che, pertanto, ben potrà in concreto configurarsi anche per gli “strumentisti”.

²⁰⁴ Si pongono l'interrogativo in chiave problematica NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a., Intervento alla Tavola rotonda le società e il nuovo diritto al termine del periodo transitorio*, Milano, 20 settembre 2004, in *Le società*, I, 2005; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle s.p.a. e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2003, 519; CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voce*, Milano, Giuffrè, 2006, il quale sottolinea che, oltre a “...ragioni di salvaguardia del peso amministrativo dei soci in seno all'assemblea...”, rilevano a tal fine anche ragioni di tutela degli interessi economici dei soci “...almeno quando lo strumento finanziario non accordi, dal punto di vista patrimoniale, diritti equivalenti a quelli delle obbligazioni classicamente intese”, ragioni che non sono, tuttavia, ad avviso dell'Autore, sufficienti a giustificare il ricorso all'analogia.

doverosa ma non sembra possibile imporre un'applicazione automatica, ben potendo in concreto gli strumenti finanziari assumere una fisionomia tale da non interferire con l'ambito di applicazione del diritto di opzione.

Una notazione merita inoltre la configurabilità di strumenti finanziari "convertibili". Tale ipotesi parrebbe in astratto prospettabile esclusivamente nel caso in cui l'apporto effettuato in favore della società coincida con un'entità conferibile. Una siffatta operazione, data la peculiarità degli interessi coinvolti, del tutto analoghi a quelli sottesi al fenomeno delle obbligazioni convertibili, imporrebbe però l'integrale applicazione della medesima disciplina soprattutto per quel che concerne, ancora una volta, il diritto di opzione degli azionisti²⁰⁵.

Si pensi infine alle disposizioni in materia di patti parasociali²⁰⁶ o ancora alla disciplina dell'acquisto di azioni proprie, limitatamente alla sospensione del diritto di voto, qualora l'acquisto da parte della società abbia ad oggetto strumenti finanziari propri dotati del diritto di voto o del potere di nomina.

Dato l'ampio spazio lasciato all'autonomia statutaria nella concreta individuazione dei diritti patrimoniali e amministrativi correlati ai nuovi strumenti finanziari, l'inquadramento tipologico dell'istituto risulta quanto mai arduo.

La fattispecie delineata dall'art. 2346, comma 6°, c.c. si presenta infatti "neutra" sotto il profilo causale, non contenendo tale norma alcun elemento che possa far propendere per il riconoscimento in capo agli strumenti finanziari ivi previsti di una causa di rischio o di una causa di debito²⁰⁷. Un utile elemento

²⁰⁵ Sembra non escludere la possibilità di dotare gli strumenti finanziari del diritto di conversione G. VISENTINI, *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006.. La Relazione Ministeriale al riguardo espressamente prevede che "...si apre...un ampio spazio per l'autonomia statutaria per definire i diritti spettanti ai possessori dei suddetti strumenti finanziari, i quali potranno essere i più vari e comprendere pertanto anche il diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in partecipazioni azionarie".

²⁰⁶ In relazione a tale ultimo profilo si veda diffusamente CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voce*, Milano, Giuffrè, 2006.

²⁰⁷ L'assenza di una causa tipica unitaria è stata, tra gli altri, sottolineata da CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni*, IV, in *Commentario Scialoja-Branca*, GALGANO (a cura di), Bologna, Zanichelli, 2005, la quale ha evidenziato come "...gli strumenti in esame non siano caratterizzati da una causa tipica, e quindi da un'unitaria funzione economica, ma da diverse possibili cause e conseguentemente possano perseguire articolate funzioni economiche". Dello

ricostruttivo potrebbe provenire dall'art. 2411, comma 3°, c.c., il quale si presenta come una sorta di specificazione dell'art. 2346, comma 6°, c.c. e testualmente dispone che la disciplina delle obbligazioni "...si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società". Il rimborso di quanto apportato a fronte dell'emissione degli strumenti finanziari ai quali fa riferimento la norma può quindi essere condizionato, non solo per quel che concerne la tempistica, ma anche nell'entità, all'andamento economico della società: tale circostanza sembra introdurre elementi di rischio – la cui intensità sarà destinata a variare in virtù delle contingenti scelte statutarie – nella struttura causale della fattispecie ivi descritta²⁰⁸. Dal combinato disposto degli artt. 2346, comma 6°, c.c. e 2411, comma 3°, c.c. sembrerebbe pertanto discendere che agli strumenti finanziari con causa di rischio debba essere applicata la disciplina delle obbligazioni. Tale tipologia di strumenti finanziari, del resto, non risulta in alcun caso assimilabile alle azioni, essendo nettamente distinta, quantomeno da un punto di vista strettamente formale e per espressa volontà del legislatore, dai titoli azionari. Gli apporti a fronte dei quali è

stesso avviso anche STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all' art. 2351 c.c.*, in *Società di capitali*, Commentario, I, artt. 2325- 2379 ter c.c., NICCOLINI, STAGNO D'ALCONTRES, (a cura di), Jovene editore, 2004, 313, MIOLA, *Gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti*, in *Trattato Colombo-Portale*, 1***, Torino, Utet, 2004 e ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, OLIVIERI, PRESTI, VELLA, (a cura di), Bologna, Il Mulino, 2003. Ritiene, invece, che gli strumenti finanziari partecipativi possano essere ricondotti nell'ambito dell'istituto dell'associazione in partecipazione GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato Galgano*, XXIX, Padova, Cedam, 2003.

²⁰⁸ In proposito G. VISENTINI, *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006, sottolinea che gli strumenti finanziari cui fa riferimento l'art. 2411, comma 3°, c.c. sono, sotto il profilo causale, delle vere e proprie azioni senza diritto di voto in assemblea generale, il cui "apporto" non è imputabile a capitale e dal contenuto ampiamente variabile. Dello stesso avviso FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, (a cura di). Su tale problematica la Relazione Ministeriale al d.lgs. 6/2003 è piuttosto ambigua, affermando genericamente che "...in applicazione di uno degli indirizzi generali della Riforma, l'arricchimento degli strumenti di finanziamento dell'impresa, l'art. 2411 dà espresso riconoscimento alla possibilità che il prestito obbligazionario assuma profili di subordinazione e possa partecipare, anche giuridicamente, al rischio d'impresa".

consentita l'emissione di strumenti finanziari infatti, anche qualora coincidano con entità conferibili, non saranno mai imputabili a capitale. Ne deriva che il legislatore ha inequivocabilmente inteso mantenere una linea di demarcazione netta tra azioni e altri strumenti finanziari con causa di rischio²⁰⁹, precludendo l'applicazione della medesima disciplina a entrambe le fattispecie.

Sembra quindi che i nuovi strumenti finanziari – cui pare riferirsi l'art. 2411, comma 3°, c.c. – possano legittimamente avere causa di rischio²¹⁰ e ad essi sembra

²⁰⁹ Tale elemento differenziale è messo particolarmente in luce, tra gli altri, da ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003 e da CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni*, IV, in *Commentario Scialoja-Branca*, GALGANO (a cura di), Bologna, Zanichelli, 2005.

²¹⁰ Un elemento indiziario in tal senso parrebbe potersi desumere dalla circostanza che la Sezione del codice civile intitolata alle azioni è, in realtà, intitolata anche “agli altri strumenti finanziari partecipativi”, lasciando intendere che gli strumenti finanziari previsti dall'art. 2346 c.c. abbiano carattere partecipativo, al pari delle azioni. In dottrina è stata peraltro prospettata l'ipotesi che gli strumenti finanziari partecipativi siano dotati di profili di rischio maggiori rispetto alle azioni stesse. Tale eventualità potrebbe essere realizzata attraverso l'emissione di strumenti finanziari a fronte di apporti irredimibili. In questa circostanza gli apporti andrebbero imputati ad una voce del netto, entrando a far parte del patrimonio della società, e confluirebbero in una riserva indisponibile che verrebbe necessariamente erosa da eventuali perdite prima che sia intaccato il capitale sociale. Prospettano questa ipotesi LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle s.p.a. e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2003, 519; NOTARI, M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2003, 545 BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti dei terzi nei patrimoni destinati)*, in *Liber Amocorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, PORTALE, (diretto da), Torino, Utet, 2007, III, 194; COSTI, R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Liber Amocorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, PORTALE, (diretto da), Torino, Utet, 2007, I, 733.

In questa ipotesi l'attribuzione di diritti amministrativi ai titolari di strumenti finanziari è da ritenere quanto mai opportuna. La compatibilità di una siffatta configurazione degli strumenti finanziari col tipo societario e, in via generale, con la fattispecie societaria potrebbe peraltro risultare problematica. Al riguardo possono condividersi le perplessità di SFAMENI, P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008, 83, nt. 28: “c'è da chiedersi, tuttavia, se risponda ai principi di sistema la possibilità di creare strumenti finanziari rappresentativi di

doversi applicare, come detto, la disciplina delle obbligazioni, quasi come se si trattasse di “prestiti condizionati anche nel rimborso del capitale”²¹¹. Non va comunque trascurato che l’art. 2411, comma 3°, c.c. fa esclusivo riferimento a strumenti finanziari emessi a fronte di un apporto in denaro (non si giustificerebbe altrimenti l’esplicito richiamo al “rimborso del capitale”).

Strumenti finanziari con “pura” causa di debito, la cui configurabilità non è vietata da alcuna norma, ove emessi, non potrebbero peraltro comunque legittimamente sottrarsi all’applicazione della disciplina – inderogabile – dettata in materia di obbligazioni per il solo fatto che l’autonomia privata abbia concretamente utilizzato un differente *nomen juris* per la loro individuazione²¹². Un titolo di massa

quasi-capitale subordinati, per quanto riguarda la partecipazione alle perdite, alle stesse azioni: un risultato che non sembrerebbe trovare conforto nei limitati diritti amministrativi che il legislatore ammette a beneficio di tali strumenti finanziari e quindi nel fondamento giuridico che vede solo gli azionisti, allo stato attuale, residual claimants, cioè portatori di diritti in tutto subordinati agli altri finanziatori. E se è vero che nel nostro ordinamento non sembra più potersi sostenere il principio di necessaria correlazione potere-rischio per quanto riguarda i rapporti tra soci, un tale principio ci sembra inevitabile nei rapporti tra soci e non soci; sicché probabilmente la creazione di strumenti di finanziamento dell’impresa azionaria con caratteristiche di rischio superiore a quelle delle azioni potrebbe ritenersi non conforme alla fattispecie societaria, prima ancora che al tipo azionario”.

²¹¹ Così li definisce DE ACUTIS, *Il finanziamento dell’impresa societaria: I principali tratti caratterizzanti e gli “altri strumenti finanziari partecipativi”*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di CIAN, Padova, Cedam, 2004, 257.

²¹² Al riguardo FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, (a cura di) osserva che, aderendo ad una diversa impostazione, si finirebbe con l’acceptare che “[...] il riconoscimento di un qualche diritto amministrativo, anche se del tutto marginale, risulterebbe sufficiente ad escludere, e dunque ad eludere, l’applicazione della disciplina delle obbligazioni in relazione a strumenti che pur presentano un contenuto patrimoniale del tutto corrispondente a quello delle obbligazioni tradizionali. Una lettura siffatta non risulta invero convincente: essa, infatti, muove da una convinzione del tutto indimostrata [...] in base alla quale gli strumenti finanziari forniti di diritti amministrativi risultano, per ciò solo, estranei al concetto tipologico di obbligazione [...]. La disciplina delle obbligazioni sembra ispirata ad esigenze rispetto alle quali la presenza di diritti amministrativi, accanto a quelli patrimoniali, appare del tutto indifferente [...]. Non si vede, allora, per quale ragione escludere l’applicazione della disciplina delle obbligazioni in ordine

sorretto da causa di debito non potrà, in altre parole, in alcun caso eludere la disciplina imperativa delle obbligazioni, seppur emesso sotto le “mentite spoglie” di strumento finanziario.

È in ogni caso innegabile la natura poliedrica dell’art. 2346, comma 6°, c.c., norma idonea a inglobare al suo interno strumenti finanziari diversificati, fino ad arrivare a ricomprendere talune tipologie di operazioni che non hanno alcuna affinità con gli strumenti finanziari tradizionalmente intesi, potendo persino difettare il carattere della circolabilità. Tale norma prevede infatti che debba essere lo statuto a disciplinare la legge di circolazione degli strumenti finanziari se ammessa, lasciando quasi intendere che la circolabilità sia elemento meramente accidentale della fattispecie²¹³.

Tuttavia le s.p.a., al di fuori dell’ambito dei valori mobiliari, già prima della riforma ben potevano concludere – fermo il giudizio di meritevolezza di cui all’art. 1322, comma 2°, c.c. – tutti i contratti innominati ritenuti di volta in volta più opportuni²¹⁴. L’emissione di strumenti finanziari consente, però, a differenza delle forme contrattuali tradizionali, di concludere contratti che, in cambio di un apporto, possono prevedere l’attribuzione di diritti di *voice* di rilevanza statutaria, in grado non solo di incidere su specifiche decisioni predeterminate, ma di favorire un inserimento stabile dei loro titolari nell’organizzazione della compagine sociale attraverso la nomina di componenti dell’organo amministrativo e (o) di controllo²¹⁵.

agli strumenti finanziari che, pur essendo forniti di diritti amministrativi, e dunque pur comportando una partecipazione all’organizzazione, garantiscono comunque il rimborso del capitale prestato: i quali, in particolare, risultano anch’essi sottoposti alla disciplina delle obbligazioni e proprio in quanto obbligazioni in senso tipologico ai sensi del primo comma dell’art. 2411”.

²¹³ Così TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. Soc.*, V, 2004.

²¹⁴ Al riguardo G. VISENTINI, *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006 osserva che “...quando non è prevista l’emissione di valori mobiliari, idonei a sollecitare il pubblico risparmio, la società ha piena libertà negoziale, senza necessità di autorizzazione legislativa per creare rapporti giuridici”.

²¹⁵ Così VISENTINI, *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006, 273. Va tuttavia rilevato che la denominazione “strumento finanziario”, pur non avendo funzione qualificante del rapporto sottostante da un punto di vista tipologico, rievoca concetti quali la serialità

Potrebbe quindi essere proprio questa nuova fattispecie un utile strumento per rispondere alle istanze di concessione di poteri di *voice* ad efficacia reale provenienti da creditori qualificati il cui recepimento, entro certi limiti, come si è già avuto modo di osservare, può ritenersi auspicabile²¹⁶.

nell'emissione e la standardizzazione dei rapporti, tutte caratteristiche che verrebbero meno nelle ipotesi di contratti individuali negoziati con singoli interlocutori. Tant'è che CARRARO, G., *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, Cedam, 2004, 136 con riferimento alla disciplina degli strumenti finanziari partecipativi afferma che “un dato...si appalesa imprescindibile: anche qui il sistema, pur nella sua frammentarietà, sembra postulare la serialità dell'emissione”.

²¹⁶ Molti Autori ritengono particolarmente utile la nuova fattispecie proprio in simili ipotesi così come in relazione ad operazioni di *mezzanine financing* o di *private equity*. RIMINI, E., *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e covenants*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2008, 1065 osserva che i nuovi strumenti finanziari, proprio valorizzando il fenomeno nella sua dimensione “*one to one*” possono consentire “il superamento dei vincoli finanziari che tuttora condizionano la crescita della piccola e media impresa, nonché l'abbandono della diffusa pratica di sottoporre volontariamente a diritti diversi dal nostro la conclusione di operazioni aventi caratteristiche sostanziali intermedie tra *equity* e *debt*. Siffatti strumenti...soltanto eventualmente possiedono forti gradi di standardizzazione, la loro negoziabilità sui mercati finanziari non è una caratteristica imprescindibile e conseguentemente possono venir destinati a realizzare operazioni negoziate con specifici investitori che prevedano – peraltro senza doversi misurare con i limiti quantitativi sanciti attualmente dall'art. 2414 c.c. e, secondo alcuni, senza pretendere l'integrale liberazione di tutte le azioni già emesse – la emissione di uno strumento finanziario partecipativo soltanto...con la conseguenza che il bagaglio di diritti ed obblighi ad esso agganciati potrebbero avere anche una impronta prettamente organizzativa e dunque efficacia reale”. TOMBARI, U., *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2006, 157 a questo proposito, sul presupposto che gli strumenti finanziari partecipativi possono “rappresentare titoli non standardizzati e non riconducibili in alcun modo ad operazioni di massa, ma destinati ad attuare operazioni negoziate con singoli investitori”, afferma che lo scenario delineatosi “ben lungi dal creare problemi sul piano applicativo dovrebbe aver dimostrato che in seguito alla riforma del diritto societario è certamente lecita la previsione – con efficacia reale ed a prescindere da pattuizioni parasociali – dell'obbligo del preventivo assenso dell'investitore di *private equity* titolare di strumenti partecipativi su alcune operazioni sociali di particolare rilevanza (cd *restrictive covenants*)”. Non manca comunque chi ha

In ogni caso va rilevato che a seguito dell'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi viene meno la necessaria equazione esistente tra la qualità di socio e possibilità di contribuire alla formazione della volontà sociale. I possessori di strumenti finanziari hanno infatti la facoltà di intervenire, in maniera più o meno incisiva, nei processi decisionali della società pur non essendo soci e non essendo necessariamente apportatori di capitale di rischio. Il diritto di voto quindi non solo non può più essere ritenuto elemento qualificante la partecipazione azionaria – essendo configurabili azioni senza voto anche al di fuori della categoria delle azioni di risparmio – ma non può più nemmeno essere considerato baluardo esclusivo dei soci, potendo essere attribuito, seppur nei limiti previsti dal combinato disposto degli artt. 2346 6° comma c.c. e 2351 5° comma c.c., ai titolari di strumenti finanziari partecipativi, i quali possono persino avere poteri di *voice* più incisivi rispetto ai titolari di azioni a voto limitato o escluso²¹⁷. E se l'attribuzione del voto ai

espresso forti perplessità sull'opportunità di attribuire diritti amministrativi a categorie di creditori sociali. ABRIANI, N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2002, 150 ritiene che “la soggezione a quel peculiare rischio finanziario di grado superiore che si è sinteticamente definito come rischio di capitale debba continuare a costituire un presupposto indefettibile per l'attribuzione del diritto di voto: e ciò tanto nell'assemblea ordinaria, ove il riconoscimento a categorie di creditori del potere di concorrere all'assunzione di scelte inerenti allo svolgimento dell'attività sociale potrebbe sollevare gravi conflitti d'interesse, quanto (e direi anzi a maggior ragione), nell'assemblea straordinaria, le cui deliberazioni incidono sulle vicende del rapporto associativo e in particolare sulla struttura dell'investimento effettuato dai soci. A tale regola generale potrebbero essere introdotte deroghe solo allorché la sorte dell'investimento sia già segnata per la sopravvenuta insolvenza della società e i creditori assurgano pertanto a destinatari elettivi e prioritari dei risultati dell'attività di gestione e conservazione in senso produttivo dell'imopresa”. Di medesimo avviso PACIELLO, A., *La struttura finanziaria della s.p.a. e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2002, 155

²¹⁷ PISANI MASSAMORMILE, A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 1297 a questo proposito parla di “dissacrazione del diritto di voto” a seguito della sua attribuzione a chi “almeno nominalmente anche secondo la recente legge socio non è, perché non è titolare di azioni, non è titolare, cioè, dello strumento finanziario cui è dato rappresentare una partecipazione sociale”. La circostanza che l'emissione di strumenti finanziari

titolari di strumenti finanziari con causa di rischio può comunque ritenersi coerente con l'impostazione "classica" che richiede una correlazione tra rischio e gestione lo stesso non può dirsi per l'attribuzione del diritto di voto – e più in generale di diritti amministrativi – ai titolari di strumenti finanziari con causa di debito, eventualità questa che nessun dato letterale consente di escludere.

4. STRUMENTI DI PARTECIPAZIONE ALL'AFFARE

Ulteriore novità introdotta dalla riforma del 2003 nell'ambito della struttura finanziaria della s.p.a. consiste nella possibilità di creare patrimoni destinati ad uno specifico affare i quali costituiscono una modalità per mettere in atto strategie di diversificazione attraverso uno strumento meno oneroso e più flessibile rispetto alla creazione di società controllate da preordinare allo svolgimento di specifici affari²¹⁸.

partecipativi possa in concreto interferire nei processi decisionali della società, alterando gli equilibri endosocietari fino ad assumere rilevanza per il mercato al fine poter valutare correttamente le prospettive gestionali e reddituali della società stessa, è stata del resto tenuta presente dal legislatore nel momento in cui ha attribuito una delega regolamentare in favore della Consob ai fini dell'individuazione dei casi in cui le comunicazioni di partecipazioni significative sono dovute dai possessori di strumenti finanziari dotati dei diritti previsti dall'art. 2351 comma 5° c.c. La Consob ha attuato tale delega prevedendo che "tutti coloro che possiedono strumenti finanziari cui è riservata, ai sensi dell'articolo 2351, comma 5, del codice civile, la nomina di un componente dell'organo di amministrazione o controllo, ne danno comunicazione alla emittente azioni quotate e alla Consob quando, alternativamente: a) sono in grado di eleggere da soli un componente dell'organo di amministrazione o controllo ovvero perdono tale possibilità; b) superano, rispetto al totale degli strumenti finanziari di una medesima categoria emessi, le soglie del 10%, 25%, 50% e 75% ovvero scendono al di sotto di tali soglie"(art. 122 bis Regolamento Emittenti).

²¹⁸ In generale sull'istituto dei patrimoni destinati si vedano BARTALENA, A., *I patrimoni destinati a uno specifico affare*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2003, I; D'ALESSANDRO, F., *Patrimoni separati e vincoli comunitari*, in *Le società*, 2004, 1061; EGIZIANO, L., *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Torino, Giappichelli, 2009; FIMMANÒ, F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2008; GIANNELLI, *Commento sub articolo 2447-ter*, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, 2004; INZITARI, B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Contratto e impresa*, 2003, 164 ; LA ROSA, F., *Patrimoni e Finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Milano, Giuffrè, 2007; LAMANDINI, M., *I*

Si tratta di patrimoni non dotati di personalità giuridica ma che possono comunque essere definiti “centri autonomi di imputazione di rapporti”²¹⁹. La s.p.a., come noto, può infatti costituire uno o più patrimoni destinati in via esclusiva ad uno specifico affare per un ammontare complessivamente non superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società²²⁰. La competenza deliberativa in ordine alla creazione di uno o più patrimoni destinati fa capo all’organo amministrativo nella sua collegialità. Una volta adempiuti gli oneri pubblicitari prescritti dalla legge e decorso il termine previsto per l’esercizio del diritto opposizione da parte dei creditori, per espressa previsione dell’art. 2447 quinquies c.c. “i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare né, salvo che per la parte spettante alla società, sui frutti o proventi da esso derivanti” e, specularmente, ai sensi del medesimo articolo “per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato”. La società, attraverso una diversa previsione della delibera di costituzione, può tuttavia graduare in vario modo la propria responsabilità in relazione alle obbligazioni riferibili al patrimonio destinato, prevedendo ad esempio una responsabilità solidale e illimitata nei confronti di talune tipologie di creditori e non di altre, salva in ogni caso la sua responsabilità per

patrimoni destinati nell’esperienza societaria. Prime note sul D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, in Rivista delle società, II, 2003; LENZI, R., I patrimoni destinati: costruzione e dinamica dell’affare, in Rivista notarile, 2003, 543; MIGNONE, G., Commento Artt. 2447 bis – 2447 novies c.c., in Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n.5, d.lgs. 11 aprile 2002, n.61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c., COTTINO, G., (diretto da), Bologna, Zanichelli, 2004, 1623;

²¹⁹ MIGNONE, G., *Commento Artt. 2447 bis – 2447 novies c.c.*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n.5, d.lgs. 11 aprile 2002, n.61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, COTTINO, G., (diretto da), Bologna, Zanichelli, 2004, 1623.

²²⁰ Accanto al limite quantitativo del dieci per cento del patrimonio netto della società e a quello qualitativo che deriva dall’impossibilità di utilizzare il patrimonio destinato per l’esercizio di attività riservate in base a leggi speciali – entrambi previsti in via espressa dall’art. 2447 bis c.c. – è evidente la sussistenza di un ulteriore limite implicito: la costituzione di un patrimonio destinato non può tradursi in un mezzo per eludere l’oggetto sociale.

le obbligazioni derivanti da fatto illecito²²¹. In definitiva i patrimoni destinati si sostanziano in un meccanismo di “segregazione nella segregazione”²²², essendo consentito ai soci di beneficiare di un’ulteriore limitazione della responsabilità che va ad aggiungersi a quella derivante dalla scelta del tipo societario.

Ai fini della presente indagine particolare rilevanza assumono le lettere d) ed e) dell’art. 2447 ter c.c. le quali individuano tra gli elementi che la delibera di destinazione deve indicare rispettivamente “gli eventuali apporti di terzi, le modalità di controllo sulla gestione e di partecipazione ai risultati dell’affare” e “la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione all’affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono”. Come è evidente sarà quindi possibile l’afflusso di apporti di terzi al patrimonio destinato senza che a ciò corrisponda l’emissione di strumenti finanziari, pur essendo consentita la previsione in favore di tali soggetti di non meglio individuati poteri a contenuto amministrativo di cui, però, la lettera della legge limita la rilevanza endosocietaria qualificandoli espressamente come poteri di “controllo sulla gestione” (evidentemente sulla gestione relativa al patrimonio).

Di maggiore impatto risulta senz’altro essere la previsione della lettera e). La dizione “strumenti finanziari di partecipazione all’affare” è estremamente generica e – almeno in astratto – idonea a ricomprendere titoli sia di debito sia di rischio. Al riguardo si impone però una precisazione: qualora si dovesse ritenere che nella lettera e) del’art. 2447 ter rientrino anche titoli azionari²²³ i relativi apporti (o meglio

²²¹ Affinché le limitazioni della responsabilità siano efficaci è però necessario che sia rispettato il principio della spendita del nome del patrimonio. L’art. 2447 quinquies 4° comma c.c. prevede che “gli atti compiuti un relazione allo specifico affare debbono recare espressa menzione del vincolo destinazione; in mancanza ne risponde la società con il suo patrimonio residuo”.

²²² In questi termini si esprime LAMANDINI, M., *I patrimoni destinati nell’esperienza societaria. Prime note sul D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 491, mentre MIGNONE, G., *Commento Artt. 2447 bis – 2447 novies c.c.*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n.5, d.lgs. 11 aprile 2002, n.61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, COTTINO, G., (diretto da), Bologna, Zanichelli, 2004, 1623 parla di meccanismo di “parcellizzazione della responsabilità”.

²²³ Di questo avviso PERUGINO, S., *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Le Società*, VIII, 2004, 941.

conferimenti) non potrebbero che confluire nel capitale sociale, con la conseguenza che, in ragione del divieto di dar vita ad un sub-capitale e in ossequio al divieto di patto leonino, le azioni così emesse sarebbero comunque destinate a subire le eventuali perdite dell'intera attività sociale e sarebbero quindi non dissimili, da un punto di vista sostanziale, dalle azioni correlate disciplinate in via generale dall'art. 2350 c.c., il quale però espressamente dispone che le previsioni ivi contenute si applicano “fuori dai casi di cui all'art. 2447 bis”²²⁴.

Al di là di quanto precisato con riferimento ai titoli azionari occorre chiedersi se agli strumenti finanziari in commento sia possibile o meno, a prescindere dalla causa di rischio o di debito, attribuire i diritti amministrativi cui fa riferimento in via generale l'art. 2346 6° comma c.c. e – più specificamente – il diritto di voto nei limiti imposti dall'art. 2351 5° comma c.c. In altre parole si tratterà di capire se gli strumenti di partecipazione all'affare vadano in qualche modo considerati una sotto – categoria di quelli previsti dall'art. 2346 c.c. e quindi se ad essi possa applicarsi la

²²⁴ LAMANDINI, M., *I patrimoni destinati nell'esperienza societaria. Prime note sul D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 497 precisa infatti che “nell'ipotesi in cui il patrimonio destinato risulti costituito da apporti i quali vengano, in tutto o in parte, imputati a capitale, gli strumenti finanziari corrispondentemente emessi, per quanto rappresentativi di una partecipazione all'affare e non all'intera impresa sociale, assumono ciò non di meno natura azionaria. Ovviamente ciò è possibile solo a condizione di prevedere che, nell'ipotesi di perdite sociali estranee al patrimonio destinato oltre la quota rappresentata da azioni di altra categoria, anche essi ne subiranno gli effetti”. Peraltro NIUTTA, A., *Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447/bis, I comma, lett. A): un nuovo mezzo di finanziamento nel diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 244 ritiene che “la distanza degli strumenti finanziari di partecipazione rispetto alle cc. dd. azioni correlate ... si desume dal dettato dell'art. 2350, II comma, c.c., lì dove indica chiaramente che l'emissione di azioni correlate può essere deliberata solo fuori dai casi di cui all'art. 2447/bis. Dunque, se è ammissibile che prima di costituire un patrimonio destinato la società raccolga risorse destinate ad un dato settore di attività con l'emissione di tracking stocks e poi costituisca un patrimonio destinato ad uno specifico affare, eventuali strumenti finanziari di partecipazione successivamente emessi ai sensi dell'art. 2447/ter, I comma, lett. e), c.c., non potranno corrispondere alle azioni correlate”. Parimenti FIMMANÒ, F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2008, 100 esclude possa trattarsi di titoli azionari.

medesima disciplina. Al riguardo la lettera della legge non consente di giungere ad una soluzione univoca dato il generico riferimento ai diritti – non ulteriormente qualificati – che gli strumenti di partecipazione all'affare possono attribuire e che spetterà alla delibera di costituzione individuare²²⁵. In ragione della disciplina prevista per questi strumenti finanziari – soprattutto per quel che riguarda l'organizzazione di categoria ridisegnata sulla falsariga di quella degli obbligazionisti cui espressamente si rinvia con riferimento a specifici profili – parte della dottrina propende per l'esclusione dell'attribuibilità ai loro titolari di diritti diversi da quelli propri degli obbligazionisti²²⁶. Tuttavia, data la laconicità del dettato normativo, non è consentito escludere una differente soluzione interpretativa²²⁷. Con riferimento a questa fattispecie però sembra opportuno – se

²²⁵ È appena il caso di rilevare che gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346 6° comma c.c. hanno rilevanza statutaria mentre gli strumenti di partecipazione all'affare possono essere emessi a seguito di una deliberazione dell'organo amministrativo. Per questa ragione NIUTTA, A., *Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447/bis, I comma, lett. A): un nuovo mezzo di finanziamento nel diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 258 evidenzia che “sembrerebbe consentita l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione con le caratteristiche degli strumenti finanziari partecipativi (cioè soprattutto dotati dei diritti di cui all'art. 2351, IV comma, c.c.), purché l'emissione sia in linea con una previsione dello statuto in tal senso”.

²²⁶ DI SABATO, F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2004, 13. FIMMANÒ, F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2008, 107 assimilandoli agli strumenti finanziari di debito ritiene che gli strumenti di partecipazione all'affare “possono essere dotati di diritti amministrativi, in particolare diretti al monitoraggio, purché siano però rigidamente limitati allo specifico affare e non esorbitino dall'ambito pertinente al patrimonio destinato. Tanto che è escluso il loro intervento diretto financo nel procedimento per l'approvazione del rendiconto del patrimonio destinato allegato al bilancio della società”.

²²⁷ Tra le opinioni favorevoli all'attribuzione dei diritti di cui all'art. 2351 5° comma c.c. anche agli strumenti di partecipazione all'affare si registrano quelle di NIUTTA, A., *Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447/bis, I comma, lett. A): un nuovo mezzo di finanziamento nel diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 235 e di

non addirittura doveroso – orientare la lettura degli artt. 2346 6° comma c.c. e 2351 5° comma c.c. in modo da renderli compatibili con la funzione del nuovo canale di finanziamento. In altre parole, pur volendo ammettere la configurabilità di strumenti di partecipazione all'affare dotati di diritti amministrativi, ivi incluso il diritto di voto, non sembra potersi prescindere da una “funzionalizzazione” di tali diritti, dovendosi escludere la possibilità di attribuire poteri di *voice* in grado di travalicare la gestione del patrimonio destinato e di incidere sull'attività sociale nel suo complesso.

5. AZIONI “A RISCHIO DIFFERENZIATO” E CONFLITTI DI INTERESSE. LA FRAMMENTAZIONE DELL'INTERESSE SOCIALE E LA “CRISI” DEL PRINCIPIO MAGGIORITARIO

Tradizionalmente l'assemblea è individuata come organo compositore dei conflitti nel cui ambito, attraverso l'esercizio del diritto di voto e l'operatività del principio maggioritario, gli interessi individuali dei soci sfumano progressivamente fino a confluire nell'interesse sociale²²⁸. In virtù di tale premessa, in base alla ben nota disposizione dell'art. 2377 1° comma c.c., “le deliberazioni dell'assemblea, prese in conformità delle legge e dell'atto costitutivo, vincolano tutti i soci, ancorché non intervenuti o dissenzienti”.

L'emissione da parte della medesima società di azioni a rischio differenziato – portatrici di interessi diversificati e molto spesso confliggenti, i quali si riverberano sull'unitarietà dell'interesse sociale determinandone un'inevitabile frammentazione – è tuttavia idonea ad incrinare i principi fondamentali sopra

MIGNONE, G., *Commento Artt. 2447 bis – 2447 novies c.c.*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n.5, d.lgs. 11 aprile 2002, n.61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, COTTINO, G., (diretto da), Bologna, Zanichelli, 2004, 1629 il quale sembra ricondurre gli strumenti di partecipazione all'affare ad una sottocategoria di quelli previsti dall'art. 2346 6° comma c.c. e ritenendo che quindi, salvo espresse deroghe, sia loro applicabile la medesima disciplina.

²²⁸ Sull'interesse sociale si veda il classico contributo di ASCARELLI, T., *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Rivista delle società*, 1956, 93.

richiamati²²⁹. La vincolatività delle delibere assembleari per tutti i soci e lo stesso principio maggioritario ne risultano fortemente indeboliti.

L'emersione di tali profili problematici è maggiormente evidente nei casi in cui determinate categorie azionarie siano prive del diritto di voto e, non potendo in alcun modo concorrere alla formazione della volontà sociale attraverso il metodo assembleare, debbano esclusivamente limitarsi a "subirla". In siffatte ipotesi le azioni dotate del diritto di voto si troveranno nella condizione di "poter determinare l'interesse altrui"²³⁰. In questo contesto il vincolo associativo, anche alla luce del fatto che potrebbe mancare il momento deliberativo comune, è destinato ad indebolirsi sempre di più; parimenti è destinato a venir meno il ruolo dell'interesse sociale come strumento essenziale per superare e comporre i conflitti tra soci²³¹. Lo

²²⁹ WEIGMANN, R., *Dalla società per azioni alla società per carati*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 171 a questo proposito rileva che "in questo contesto giuridico rimodellato, ben si comprende che l'idea di un interesse sociale unitario, da perseguire in comune, si frantumi. Ogni categoria valuterà le scelte e i risultati dal proprio angolo visuale. Si può affermare che questo sgretolamento non è indolore: l'interesse sociale ha avuto un forte valore ideologico, di attaccamento e di coesione all'impresa comune, che storicamente ha corrisposto allo sviluppo industriale. La caduta di questo mito riflette la transizione verso un modello puramente finanziario dell'impresa e dell'investimento di risparmio, che aspira a transitare dall'uno all'altro settore senza rimpianti emotivi". Per analoghe considerazioni RIMINI, E., *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e covenants*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2008, 1065; TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, V, 2004, 1082; CHIAPPETTA, F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Rivista delle società*, I, 2006, 668; JAEGER, P. G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2000, 795.

²³⁰ GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004, 183.

²³¹ TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, V, 2004, 1104 evidenzia come "l'idea che la rappresentazione della s.p.a. come contratto associativo possa e debba essere integrata e rimeditata alla luce (anche e soprattutto) della nova struttura finanziaria – se è stata avanzata dapprima nelle società con azioni quotate – sembra ora destinata ad ispirare profondamente il processo di revisione teorico e concettuale relativo

scenario è ulteriormente complicato dalla circostanza che la mancata attribuzione del diritto di voto implica – come diretta e imprescindibile conseguenza – la mancata titolarità del potere di impugnare le delibere assembleari non conformi alla legge o all’atto costitutivo.

Sotto altro profilo è opportuno interrogarsi sull’idoneità dei rimedi di natura demolitoria a tutelare il privilegio patrimoniale in tutte le sue manifestazioni, potendo quest’ultimo trovare emersione persino sotto forma di pretesa assimilabile ad una sorta di diritto soggettivo alla percezione del dividendo²³².

(anche) alla s.p.a., non quotata (s.p.a. chiusa e s.p.a. aperta non quotata)”. Quanto all’interesse sociale CHIAPPETTA, F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Rivista delle società*, I, 2006, 684 rileva che “all’interno di un modello, quello della nuova (se così si può dire) società per azioni, che mostra di attribuire rilevanza sociale ad una molteplicità e varietà di interessi, connotati per lo più in senso finalistico e non unificabili sul piano delle attese economiche, appare non riproponibile l’idea di un unico criterio – guida dell’attività sociale, di una sorta di stella polare a cui tutti i soci guardino e che funga da obiettivo di riferimento per l’azione degli organi sociali nonché da parametro di valutazione per le scelte gestionali. In tale contesto, lo stesso obiettivo di massimizzazione del valore attuale delle azioni (*shareholder value*), circoscritto ai profili azionari della struttura finanziaria, può rivelarsi inappagante”.

²³² In particolare GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004, 256 afferma che “la tutela del diritto patrimoniale speciale non è predefinibile senza la valutazione concreta dell’assetto di interessi stabilito dalla relativa clausola contrattuale... Quando il solo interesse economico è confliggento con l’interesse degli azionisti ordinari – ciò si verifica quando l’an della distribuzione sia determinato dall’assemblea – l’azionista speciale non può chiedere la distribuzione per il solo fatto che l’assemblea non la deliberi, in quanto tale eventualità è prevista dall’originario accordo e quindi non vi è emersione giuridica di tale interesse sotto forma di regola di distribuzione. Nelle clausole nelle quali è prefissato l’an della distribuzione, vi è invece l’emersione di un interesse giuridico in conflitto. Tali clausole configurano un procedimento di determinazione del dividendo eterogeneo rispetto a quello previsto nel codice civile... Il fatto che la violazione della regola da parte di una categoria – gli azionisti votanti non dotati del diritto diverso – determini l’accrescimento della propria utilità rivela che si tratta, a questi fini, di controparti di un contratto che ha determinato l’assetto degli interessi tra le parti configurandoli come contrapposti”. Secondo la ricostruzione dell’Autore la prima tipologia di privilegi patrimoniali sarebbe assistita dalla sola tutela demolitoria – o risarcitoria nel caso di non titolarità del diritto di voto – mentre la seconda categoria potrebbe accedere ad una tutela di tipo diverso, richiedendo, nello specifico, una sentenza di condanna volta ad ottenere il

Non si può peraltro evitare di osservare che il potere di disposizione riconosciuto alla maggioranza presuppone l'omogeneità degli interessi di cui si dispone, tant'è che, laddove l'omogeneità difetta e le deliberazioni assembleari sono idonee a pregiudicare i diritti della categoria "diversa", l'esercizio di tale potere dispositivo può essere inibito grazie al meccanismo delle assemblee speciali disciplinate dall'art. 2376 c.c.²³³. L'omogeneità degli interessi è tuttavia difficilmente rinvenibile nelle società a struttura finanziaria complessa nel cui ambito le deliberazioni delle assemblee speciali di categoria sembrano destinate a moltiplicarsi, assumendo il "pregiudizio" dei diritti di categoria carattere quasi sistematico. Al riguardo basti pensare che tra le ipotesi di pregiudizio rilevante ex

conseguimento del dividendo non distribuito in quanto in tale ultima ipotesi, non condividendo i titolari di azioni speciali l'interesse sociale con la maggioranza, essi non sarebbero vincolati dal principio maggioritario.

²³³ LEOZAPPA, A. M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 2008, 41 con riferimento al fenomeno delle assemblee speciali riporta la tesi "che si richiama all'insegnamento tradizionale secondo cui il potere della maggioranza presuppone l'omogeneità degli interessi di cui si dispone per legittimare la trasformazione dei titolari di azioni di categoria in una comunione di interessi perfetti... una via che ha, successivamente, portato a sostenere che l'istituto delle assemblee speciali sarebbe finalizzato alla tutela degli azionisti di categoria e, quindi, alla composizione dei tanti interessi confliggenti di cui possono essere portatori gruppi o categorie particolari di azionisti all'interno della società, in linea con una visione dinamica del fenomeno societario, che legge l'art. 2376 in chiave di procedimentalizzazione dell'attività sociale". STAGNO D'ALCONTRES, A., *Commento all' art. 2376 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Volume I artt. 2325- 2379 ter c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004, 540 sottolinea come in realtà il meccanismo delle assemblee speciali, almeno da un punto di vista storico, "abbia avuto come obiettivo quello della tutela delle ragioni della società, più che di quelle dei titolari dei portatori di strumenti finanziari. La previsione che i diritti dei portatori possano essere modificati in pejus previa approvazione della assemblea di categoria, infatti, ha come obiettivo quello di consentire che la modifica in questione possa essere operata dalla società prescindendo dal consenso individuale del titolare della singola e frazionata posizione contrattuale ed assoggettando gli eventuali dissenzienti al volere della categoria individuato sulla base di una pronuncia della maggioranza".

art. 2376 c.c.²³⁴ – ritenendo che nell’ambito di applicazione della norma rientri anche il pregiudizio indiretto a quello che potremmo definire “diritto di rango”, inteso come diritto al mantenimento del rapporto intercategoriale – dovranno essere ricompresi tutti i casi in cui si incide sulla struttura organizzativa della società attraverso l’emissione di strumenti finanziari partecipativi dotati del diritto di nominare un amministratore indipendente o un consigliere di sorveglianza o un sindaco in quanto tale diritto comporta un’alterazione della struttura di *corporate governance* della società ed un ridimensionamento della rappresentatività degli azionisti²³⁵ o ancora tutti i casi di emissione di azioni il cui privilegio patrimoniale determina un “degrado del diritto agli utili o alla quota di liquidazione di cui siano state fornite in precedenza altre azioni”²³⁶. È per questa ragione che, proprio a seguito dell’entrata in vigore della riforma, è stata suggerita una riduzione dell’ambito di applicazione dell’art. 2376 c.c., escludendo appunto il pregiudizio al “diritto di rango”, sulla base della considerazione che altrimenti si finirebbe con l’“introdurre, in via d’interpretazione, una limitazione alla possibilità della società di

²³⁴ Tradizionalmente si ritiene rilevante ai sensi dell’art. 2376 c.c. esclusivamente il pregiudizio di diritto e non anche quello di fatto. Parte della dottrina ritiene inoltre che rientri nell’ambito di applicazione della norma in commento anche il pregiudizio indiretto ai diritti della categoria. Sul punto GROSSO, P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 1999; STAGNO D’ALCONTRES, A., *Commento all’ art. 2376 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Volume I artt. 2325- 2379 ter c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D’ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004; LEOZAPPA, A. M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 2008.

²³⁵ LEOZAPPA, A. M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 2008, 65 afferma che appunto in questa ipotesi si incide “sul contesto normativo che regola la governance della società, sulla base del quale si declina il diritto di voto spettante agli azionisti...in ragione della compressione del numero di amministratori che gli azionisti possono eleggere ovvero del ridimensionamento della loro rappresentatività per il tramite della riserva di nuovi amministratori a favore dei portatori degli strumenti finanziari”.

²³⁶ STAGNO D’ALCONTRES, A., *Commento all’ art. 2376 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Volume I artt. 2325- 2379 ter c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D’ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004, 543.

adeguare la propria organizzazione alle esigenze dell'attività d'impresa"²³⁷. Quel che è certo è che al venir meno dell'omogeneità degli interessi dei soci e alla conseguente frammentazione dell'interesse sociale corrisponderà una crescente "procedimentalizzazione" dell'attività sociale, a causa dell'imposizione di un meccanismo deliberativo a formazione progressiva che richiederà il sistematico coinvolgimento delle assemblee speciali.

Tali considerazioni sembrano militare per il riconoscimento di una nuova funzione della s.p.a. la quale si presenta "come una forma organizzata strumentale al finanziamento (ed alla gestione) di un'attività di impresa (individuale o collettiva)"²³⁸, con conseguente ridimensionamento della funzione associativa.

A fronte del moltiplicarsi dei "conflitti orizzontali" tra soci²³⁹, accentuati dalla possibilità di attribuire a non soci poteri di *voice*, sembra quanto mai opportuna l'individuazione di "soluzioni organizzative" adeguate alle mutate esigenze²⁴⁰.

Al riguardo, pur in assenza di un'imposizione normativa in tal senso, nel caso di azioni privilegiate – e ancor di più nelle ipotesi specifiche di azioni correlate, postergate o riscattabili – potrebbe rivelarsi utile il recupero in via statutaria della correlazione tra contenuto patrimoniale e diritti amministrativi dell'azione per

²³⁷ Sempre STAGNO D'ALCONTRES, A., *Commento all' art. 2376 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Volume I artt. 2325- 2379 ter c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004, 543.

²³⁸ Si esprime in questi termini TOMBARI, U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Rivista delle società*, II, 2002, 1062.

²³⁹ TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, V, 2004, 1100.

²⁴⁰ CHIAPPETTA, F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Rivista delle società*, I, 2006, 685 ritiene infatti che "in conclusione, nel quadro delineato dalla riforma, un'indagine sull'interesse sociale, tradizionalmente inteso come interesse di un solo gruppo (interesse dei soci) o di un solo soggetto (il soggetto impresa o società), non può non cedere il passo ad un'indagine volta ad individuare la pluralità degli interessi rilevanti, e segnatamente quelli inerenti ai diversi tipi di finanziamento (e i relativi titolari, cioè finanziatori) a rilevanza sociale, nonché a ricercare soluzioni organizzative, da un lato, e criteri sul piano della attività gestoria, dall'altro, utili a soddisfare tali interessi".

evitare che – in un’ottica di lungo periodo – scelte egoistiche “di categoria” pregiudichino l’attività sociale nel suo complesso. La soppressione o limitazione del diritto di voto, seppur in linea di principio “desiderabili” in relazione a talune categorie azionarie in quanto idonee a prevenire determinate tipologie di conflitto, potrebbero però generarne delle altre. Un correttivo potrebbe consistere nell’attribuzione di un diritto di voto “subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative” ai sensi dell’art. 2351 2° comma c.c., individuando ad esempio quale condizione non meramente potestativa la mancata distribuzione di utili alla categoria speciale per un determinato numero di esercizi sociali²⁴¹.

²⁴¹ Con riferimento alle azioni correlate ad esempio PACIELLO, A., *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004, 220 osserva che “palese è l’esigenza di intervenire a regolare i diritti amministrativi, potendosi quindi postulare che le società interessate non mancheranno di provvedervi, anche avvalendosi delle opportunità concesse dall’art. 2351, comma 2, che consente di attribuire il diritto di voto al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative: nel caso in esame ad esempio al raggiungimento, o al mancato raggiungimento, di un certo risultato economico nel singolo comparto” al fine di evitare che “i titolari di azioni correlate, interessati in via principale ai risultati di un settore dell’impresa” influenzino “le scelte dell’intera attività sociale”. O ancora con riferimento alle azioni riscattabili CALVOSA, L., *L’emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, 205 ritiene che “nelle ipotesi quale quella in esame, se è vero che il finanziatore non può riversare completamente sulla società e sui soci le conseguenze della propria gestione a tempo, è però anche vero che non risulterebbe conforme alla reale situazione (comunque di tipo partecipativo) una sua totale deresponsabilizzazione nella gestione: di qui la diversa articolazione e modulazione dei poteri in relazione alle fattispecie concrete. Possono allora ipotizzarsi clausole che in sostanza prevedano una sorta di combinazione di riscatto di azioni e limitazioni al diritto di voto”. TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, V, 2004, 1100 osserva in via generale che “in sede di implementazione di una struttura finanziaria complessa emerge l’opportunità di attribuire il diritto di voto pieno, almeno in via tendenziale, ad una sola categoria di azioni (id est agli azionisti ordinari) e non anche ad altre categorie, quali, ad esempio, gli azionisti correlati o gli azionisti privilegiati, per i quali sembrerebbe preferibile quanto meno una limitazione del diritto di voto”.

6. RAPPORTO SOCI / AMMINISTRATORI: NUOVA CONNOTAZIONE E CONSEGUENZE APPLICATIVE

L'evidenziata frammentazione dell'interesse sociale e le connesse problematiche che caratterizzano le relazioni tra i soci hanno inevitabili ripercussioni sulle dinamiche interne all'organo amministrativo.

Un primo ordine di problemi di *corporate governance* attiene all'individuazione dei doveri di comportamento degli amministratori idonei a garantire un'efficiente gestione sociale in presenza di una struttura finanziaria complessa²⁴². Come si configurerà il dovere degli amministratori di perseguire l'interesse sociale a fronte della compresenza nella stessa compagine sociale di soggetti portatori di interessi non omogenei²⁴³? Quali interessi dovranno essere in concreto perseguiti? Lo stesso *shareholders value*, data la non univocità di tale valore in presenza di categorie azionarie a rischio differenziato, non è in grado di imporsi come criterio guida per l'operato degli amministratori²⁴⁴. Sembra doversi ormai fare riferimento ad un più generico criterio di massimizzazione del risultato economico a vantaggio dei finanziatori sociali nel loro complesso²⁴⁵. È evidente che

²⁴² TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, V, 2004, 1082.

²⁴³ RIMINI, E., *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e covenants*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2008, 1071 osserva che “possono trovarsi ad operare fianco a fianco, nella veste di principals, figure di investitori ... molto differenti e si sarebbe portati ad affermare che l'efficienza non solo di ogni struttura organizzativa così realizzata, ma anche del sistema nel suo complesso, dovrebbe venire affidata al confronto tra i diversi interessi di cui ogni soggetto è portatore e alla dinamica delle loro relazioni, con l'obiettivo primario di ricercare un interesse comune a tutti gli investitori, passando così in secondo piano la questione relativa allo spazio da dedicare al mai sopito dibattito sull'interesse sociale, pur nelle sue più allargate rivisitazioni di stampo contrattualistico”.

²⁴⁴ In via generale sullo *shareholder value* FERRARINI, G., *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Rivista delle società*, I, 2002, 462.

²⁴⁵ CHIAPPETTA, F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Rivista delle società*, I, 2006, 693 a questo proposito osserva che “la varietà degli interessi rilevanti può rendere insufficiente per gli amministratori il riferimento all'uno o all'altro criterio (shareholder

un simile criterio rischia di essere eccessivamente vago e di non consentire la verifica della correttezza dell'operato degli amministratori sulla base di parametri sufficientemente oggettivi, con inevitabili implicazioni in materia di responsabilità dei gestori²⁴⁶.

Altro profilo critico riguarda la composizione stessa dell'organo amministrativo. Il problema concretamente si pone con riferimento alla possibilità che in consiglio di amministrazione siedano soggetti espressione di talune categorie di azioni nonché dei titolari di strumenti finanziari.

Quanto alle categorie speciali di azioni tradizionalmente si riteneva non configurabile la riserva in favore di alcune di esse della nomina diretta di componenti degli organi sociali, opponendosi a tale possibilità limiti "organizzativi" di carattere inderogabile rinvenibili nelle norme relative alla ripartizione di competenze tra organi che impedirebbero la nomina extra assembleare di gestori o controllori al di fuori delle ipotesi eccezionali espressamente previste dalla legge²⁴⁷. Il riferimento è ovviamente alla nomina diretta da parte dello Stato o di altri enti pubblici nonché, a seguito della riforma, alla nomina da parte dei titolari di strumenti finanziari partecipativi. Tuttavia, proprio a seguito dell'entrata in vigore del D.Lgs. 6/2003, non sono mancate opinioni favorevoli alla configurabilità di un potere di nomina diretta da parte di categorie speciali di azioni alla luce del fatto che in quest'ambito il principio di atipicità trova ormai generalizzata applicazione e desumendo altresì dall'attribuibilità della nomina diretta ai titolari di strumenti

value ovvero bondholder value), trattandosi piuttosto di individuare soluzioni organizzative ed effettuare scelte gestionali che permettano la massimizzazione del risultato economico complessivamente ritraibile a vantaggio dell'insieme delle varie categorie di finanziatori sociali, il che si realizza ove l'azione degli amministratori sia diretta a creare (rectius: risulti aver in concreto creato) valore (per tutti, dunque)".

²⁴⁶ Sempre CHIAPPETTA, F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Rivista delle società*, I, 2006, 696 sottolinea che "nel perseguire l'obiettivo economico di creare valore per tutti i finanziatori sociali, l'azione degli amministratori non potrà che essere discrezionale, e sarà tanto più discrezionale quanto più complessa sarà la struttura finanziaria adottata. Ne derivano intuibili riflessi sul piano della responsabilità degli amministratori".

²⁴⁷ Per le ragioni della non configurabilità di una siffatta categoria azionaria SANFILIPPO, P. M., *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2000.

finanziari partecipativi “una significativa argomentazione *a fortiori* in favore dell’attribuzione di analoghi diritti anche in capo a categorie azionarie”²⁴⁸. Non sembra però potersi generalizzare la riserva di nomina extra assembleare senza incorrere in conseguenze di impatto non sempre positivo per la gestione della società. Si pensi ad un consiglio di amministrazione di composizione eccessivamente eterogenea la cui attività sia paralizzata dall’impossibilità di individuare una stabile maggioranza o una politica gestionale sufficientemente condivisa. Il tutto a tacer del fatto che, a fronte del moltiplicarsi delle categorie azionarie con riserva di nomina, l’assemblea dei soci – con una soluzione di dubbia compatibilità con le norme di organizzazione che caratterizzano la disciplina del tipo²⁴⁹ - potrebbe essere esautorata di una delle sue competenze fondamentali.

²⁴⁸ Così DONATIVI, V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e pmi*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2008, 205. Ammettono inoltre tale possibilità PISANI MASSAMORMILE, A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 1299; GATTI, S., *Libertà e contrappesi nella costituzione delle società di capitali e nelle partecipazioni sociali*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 489. Possibilista sembra anche PICONE, F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2003, 755. Sembra comunque che, soprattutto a seguito della riforma e della conseguente maggior articolazione delle competenze dell’organo amministrativo in presenza di deleghe, la nomina eventualmente riservata ad una categoria azionaria, ove ritenuta ammissibile, non possa spingersi fino all’imposizione dell’attribuzione di una delega gestoria al soggetto così nominato. Al riguardo, con generico riferimento ad ipotesi riconducibili nel novero di una sorta di “delega obbligatoria” imposta dall’assemblea, MARULLI, M., *La delega gestoria tra regole di corporate governance e diritto societario riformato*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2005, 97 ha appunto osservato che “è opinione condivisibile, di fronte alle divisioni a suo tempo emerse in dottrina, che giochi ora in senso negativo, più di quanto non dica il 2° comma dell’art. 2381 rispetto al passato, l’incipit del 3° comma che testualmente identifica nel consiglio di amministrazione l’organo che determina il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio, dettando con ciò una disposizione che, non meno di quanto è dato altrimenti argomentare dalla rigida separazione di competenze tra organo amministrativo e assemblea, col fatto di consacrare nel consiglio di amministrazione il dominus della materia, sembra sgombrare definitivamente il campo da ogni possibile suggestione derogatoria”.

²⁴⁹ Vale la pena di rilevare che in tal senso non militano in maniera univoca le clausole di salvezza previste nelle disposizioni codicistiche relative alla nomina delle cariche sociali le

Con riferimento ai titolari di strumenti finanziari invece, come più volte ricordato, è la stessa lettera della legge a consentire la nomina diretta di un amministratore “indipendente”. Si impone quindi un’indagine sulla portata dell’aggettivo “indipendente” al fine di determinare il ruolo che l’amministratore così nominato potrà assumere in consiglio. La figura dell’amministratore indipendente di derivazione anglosassone, recepita dapprima dai Codici di Autodisciplina e successivamente anche a livello normativo sia nel codice civile in relazione al sistema di amministrazione e controllo di tipo monistico sia nel TUF, si caratterizza, per grandi linee e con le dovute differenziazioni nelle varie fonti – normative e non – sopra richiamate, per il possesso di requisiti soggettivi, mutuati per lo più da quelli previsti per i sindaci, riconducibili sinteticamente e in via approssimativa ad situazione di autonomia dai soci di controllo e dagli amministratori esecutivi. Il concetto di indipendenza così inteso implica che l’amministratore indipendente più che titolare di funzioni di gestione diretta sia preordinato allo svolgimento di una funzione di controllo sulla gestione da esercitarsi all’interno del consiglio stesso²⁵⁰. Va però subito precisato che nessuna norma vieta l’attribuzione di deleghe gestorie agli amministratori indipendenti, i quali parteciperanno al pari degli altri consiglieri ai lavori del consiglio e saranno titolari del diritto di voto in ordine alle relative deliberazioni. Ne deriva che il ruolo e le funzioni degli indipendenti nel nostro ordinamento sono caratterizzati da una

quali, oltre al riferimento agli artt. 2449 e 2450 c.c., contengono tutte il riferimento generico all’art. 2351 c.c., anch’esso individuato appunto come norma che consente in via eccezionale la nomina extra assembleare, senza che se ne limiti però l’operatività all’ultimo comma relativo agli strumenti finanziari. Pertanto si potrebbe ritenere che il richiamo all’art. 2351 c.c. nella sua totalità legittimi l’attribuzione della nomina diretta anche ai titolari di categorie speciali di azioni a voto limitato.

²⁵⁰ Sulla figura dell’amministratore indipendente nel nostro ordinamento REGOLI, D., *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Rivista delle società*, 2008, 382; RORDORF, R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2007; SALANITRO, N., *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2008, I, 1.

forte ambiguità²⁵¹. Tali amministratori peraltro ben potranno essere nominati (e anzi verosimilmente lo saranno) dal socio di controllo.

Fatta questa brevissima premessa sulla nozione e sul ruolo degli amministratori indipendenti ci si chiede se l'aggettivo indipendente utilizzato nell'art. 2351 5° comma c.c. abbia il medesimo significato appena descritto. La risposta a tale quesito non sembra possa essere positiva. La nozione di indipendenza tradizionalmente intesa appare infatti inadeguata a caratterizzare l'amministratore nominato dai titolari di strumenti finanziari. Si ha piuttosto la sensazione che l'indipendenza sia riferibile al capitale azionario e che essa abbia la funzione di sottolineare la riconducibilità dell'amministratore in questione ai titolari di strumenti finanziari, ai quali sarebbe quindi legato dal tradizionale rapporto che caratterizza la relazione *agent/principal*²⁵².

Strettamente legato al problema della nomina è poi quello, speculare, della revoca del componente dell'organo gestorio o di controllo espressione dei titolari di strumenti finanziari partecipativi. Riconoscendo il potere di revoca all'assemblea dei soci si finirebbe, infatti, col vanificare la *ratio* della previsione normativa recidendo il vincolo fiduciario tra gli strumentisti e il soggetto da essi nominato. Sembrerebbe, pertanto, doversi propendere per una soluzione analoga a quella prevista dall'art. 2449, comma 2°, c.c., ai sensi del quale, nelle società a partecipazione pubblica, gli amministratori, i sindaci o i componenti del consiglio di sorveglianza nominati dallo Stato o dagli altri enti pubblici partecipanti possono essere revocati esclusivamente dagli enti che li hanno nominati.

²⁵¹ Così RORDORF, R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2007.

²⁵² CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voce*, Milano, Giuffrè, 2006, ritiene che "... l'indipendenza menzionata nell'art. 2351 si configura eminentemente come autonomia rispetto agli interessi di cui è portatore il capitale azionario". Dello stesso avviso è PISANI MASSAMORMILE, A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 1299 il quale afferma che il requisito di indipendenza richiesto dalla norma debba essere riferito alla maggioranza assembleare e che "la *ratio* della norma sembra proprio quella di consentire che all'interno degli organi menzionati – e quindi in chiave di gestione o di controllo – vi sia chi rappresenti interessi altri".

Dato certo è che per questa via si apre la strada alla rappresentazione in consiglio di istanze provenienti da soggetti titolari di posizioni giuridiche differenti – e magari contrapposte – rispetto a quelle di cui sono titolari i soci di controllo. Se la provenienza diversificata dei componenti dell'organo di controllo non sembra sollevare particolari problematiche, lo stesso non può dirsi per l'organo amministrativo²⁵³. Tali considerazioni risultano ulteriormente rafforzate dalla circostanza che nell'ipotesi in commento le istanze rappresentate all'interno dell'organo amministrativo sono riconducibili a soggetti “non soci” che potrebbero anche essere titolari di strumenti finanziari di debito. Tale situazione potrebbe persino condurre ad una vera e propria “cogestione” dell'impresa, non essendo previsti particolari limiti in ordine all'eventuale attribuzione di funzioni delegate agli amministratori di provenienza extra assembleare ed essendo espressamente previsto dall'art. 2351 5° comma c.c. che “alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano”. Un'ingerenza “forte” dei titolari di strumenti finanziari, eventualmente di debito, nella gestione della società attraverso la nomina riservata di componenti dell'organo amministrativo – i quali potrebbero confluire in un comitato esecutivo o assumere la carica di amministratori delegati fino ad arrivare, in ipotesi estreme, a “spodestare” i soci del loro tradizionale ruolo nell'ambito della società – suscita però generalizzate perplessità. Tant'è che si propone un'interpretazione dell'aggettivo indipendente con funzione “adeguatrice” in virtù della quale indipendenza sarebbe sinonimo di

²⁵³ Si esprime in questi termini RORDORF, R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2007. A riprova del fatto che la presenza nell'ambito dell'organo amministrativo di soggetti non eletti dal capitale di comando suscita perplessità si può riportare il dibattito relativo all'introduzione della figura dell'amministratore di minoranza da parte della legge a tutela del risparmio (L. 262/2005 e sue successive modifiche) che ha indotto la dottrina a parlare di rischi di inefficienze gestionali e della strumentalizzazione della carica con finalità di “disturbo” o addirittura anticoncorrenziali. Per queste perplessità LIBONATI, B., *L'impresa senza equilibrio*, reperibile su www.lavoce.info; MICOSI, S., BELCREDI, M., *Una poltrona per la minoranza*, reperibile su ww.lavocoe.info nonché per ulteriori riferimenti ROSSI, S., *La nomina degli amministratori nelle società quotate*, in *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, DE ANGELIS, L., RONDINONE, N., (a cura di), Torino, Giappichelli, 2008, 43. Si dimostra invece ottimista DENOZZA, F., *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005.

“ruolo minoritario”, così imponendo limiti quantitativi alla presenza in consiglio di amministratori di nomina extra assembleare ai quali, in quest’ottica, dovrebbero essere devolute funzioni di monitoraggio e controllo più che di gestione attiva²⁵⁴.

In realtà nella moderna articolazione dell’organo amministrativo c’è spazio per una crescente differenziazione di funzioni tra i suoi componenti. Pertanto – soprattutto in virtù del fatto che il *board* assume sempre più un ruolo di “supervisore” dell’operato degli esecutivi – anche amministratori non riconducibili

²⁵⁴ LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle s.p.a. e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2003, 519 sostiene che l’impiego dell’aggettivo indipendente in questo contesto intenderebbe vietare allo statuto la possibilità di “articolare l’emissione di strumenti in tante e tali categorie di titoli partecipativi con diritti amministrativi in modo che la somma degli amministratori indipendenti costituiscano la maggioranza del consiglio”. CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006 afferma che “...sembra rispondere maggiormente al disegno legislativo traluce dalla disciplina degli artt. 2346 e 2351 la soluzione più restrittiva, che circoscrive in ogni caso all’unità il numero degli esponenti indipendenti dell’organo gestorio (o di controllo), sì che, nel caso di emissione di una pluralità di strumenti finanziari, dovranno essere approntati meccanismi di elezione unitari, coinvolgenti i diversi gruppi di investitori”. PISANI MASSAMORMILE, A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 1299 al contrario ritiene che sia “possibile (anche) prevedere un componente (dell’organo di gestione o di quello di sorveglianza o di quello di controllo) per ciascuna categoria di strumenti finanziari. Ciò che ovviamente potrebbe comportare, in alcune fattispecie, la creazione di organi di rilevanti dimensioni numeriche (ma non per i sindaci il cui numero massimo è comunque cinque: art. 2397, comma 1°) e magari un’accorta ripartizione di competenze fra il consiglio di amministrazione ed un (sensibilmente) più ristretto comitato esecutivo)”. MIGNONE, *Commenti Art. 2346, comma 6°, Art. 2349, comma 2°, Art. 2351, comma 5°*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 5, d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, COTTINO, (diretto da), Bologna, Zanichelli, proprio in virtù di un’interpretazione “adequatrice”, ipotizza – arrivando ad una conseguenza estrema in assenza di dati testuali in tal senso - che il legislatore, con l’impiego dell’aggettivo indipendente, abbia inteso circoscrivere il potere di nomina ad un membro dell’organo di controllo e non ad un vero e proprio amministratore, facendo espresso riferimento alla nomina di un consigliere di sorveglianza, di un sindaco e di un amministratore “indipendente” destinato a confluire, qualora la società abbia adottato il sistema monistico, nel comitato interno per il controllo sulla gestione.

al capitale di comando possono trovare in consiglio un'ideale collocazione²⁵⁵. È tuttavia indispensabile un'attenta ripartizione di funzioni volta ad evitare una *corporate governance* sbilanciata in favore di alcune categorie di finanziatori a danno di altre. Non sembra quindi condivisibile il modello "estremo" in cui la funzione di gestione attiva sia riconosciuta al capitale di debito né, al contempo, la soluzione opposta che impone di attribuire il potere di nomina delle cariche sociali esclusivamente a categorie omogenee di azionisti per evitare un'eccessiva dialettica tra interessi contrapposti nell'ambito dell'organo amministrativo, il quale altrimenti si troverebbe nella condizione di dover "servire più padroni"²⁵⁶. Ed infatti, se è vero che l'interesse sociale può subire, in ragione della struttura finanziaria di ciascuna società, un processo di frammentazione, l'organo amministrativo non può risultare immune a tale frammentazione mantenendosi "impermeabile" rispetto alle mutate esigenze dell'impresa societaria nel suo complesso.

²⁵⁵ DENOZZA, F., *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005.

²⁵⁶ In questo senso TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, V, 2004, 1100.

CAPITOLO III: RISCHIO E GESTIONE NELLA S.R.L.

1. PARTICOLARI DIRITTI DEI SOCI

Il capitale di rischio nella s.r.l. è, come noto, suddiviso in quote di partecipazione le quali, ai sensi dell'art. 2468 1° comma c.c. “non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari”; i diritti sociali, ai sensi del 2° comma del medesimo articolo, “spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta” e “le partecipazioni del socio sono determinate in misura proporzionale al conferimento”. Tuttavia tali regole ispirate al principio di proporzionalità tra rischio e gestione hanno natura meramente dispositiva risultando ampiamente derogabili da parte dell'autonomia statutaria.

Già in fase costitutiva il meccanismo dell'assegnazione non proporzionale delle quote – analogamente a quanto osservato in materia di s.p.a. con riferimento all'art. 2346 4° comma c.c.²⁵⁷ – consente al socio di essere titolare di una quota di partecipazione di valore non proporzionale all'investimento effettuato – e quindi rischiato – nella società, con la conseguenza che anche i diritti sociali risulteranno svincolati dal valore del conferimento.

Ulteriore e peculiare deviazione dal principio di proporzionalità deriva da quanto disposto dall'art. 2468 3° comma c.c., ai sensi del quale l'atto costitutivo può prevedere “l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili”. Tale norma, come è evidente, consente una modellazione della quota di partecipazione in base alla rilevanza che si intende attribuire al singolo socio nell'ambito della società, del tutto disancorata dalle risorse investite. In altre parole il legislatore delegato ha “ritenuto coerente con le caratteristiche personali del tipo societario della società a responsabilità limitata da un lato non prevedere la possibilità di categorie di quote, che implicherebbe una loro oggettivazione e quindi una perdita del collegamento con la persona del socio...dall'altro consentire...che l'atto costitutivo preveda

²⁵⁷ Trattandosi di meccanismo identico a quello previsto in materia di s.p.a. e sollevando le medesime problematiche da un punto di vista interpretativo si rinvia integralmente alle osservazioni fatte nel § I Cap. II.

l'attribuzione a singoli soci, quindi in considerazione della loro posizione personale, di particolari diritti concernenti sia i poteri nella società sia la partecipazione agli utili²⁵⁸. I diritti particolari attribuibili ai soci si inseriscono quindi nel più ampio progetto di ridisegnare il tipo societario dando “rilevanza centrale al socio” e ai “rapporti contrattuali tra i soci”²⁵⁹ e possono avere tanto contenuto patrimoniale quanto amministrativo²⁶⁰.

²⁵⁸ In questi termini si esprime la Relazione governativa al D.Lgs. 6/2003.

²⁵⁹ Così l'art. 1, lettera a) della Legge delega 366/2001.

²⁶⁰ La possibilità di attribuire particolari diritti ai soci riapre l'annoso dibattito in ordine alla configurabilità nella s.r.l. di categorie di quote, ovvero di partecipazioni alle quali siano connessi diritti diversi trasferibili con il trasferimento della partecipazione che non incorrano nel divieto, tuttora caratterizzante il tipo, di creare nella s.r.l. partecipazioni oggettivizzate e fungibili. Pur a seguito della riforma non sembrano propendere per l'ammissibilità di categorie di quote DACCÒ, A., *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso; REVIGLIONE, P., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *Il nuovo diritto societario*, COTTINO G., BONFANTE, G., CAGNASSO, O., MONTALENTI, P., (diretto da), Bologna, 2004; CARESTIA, A., sub art. 2469, in *La riforma del diritto societario*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, 2003; SANTONI, G., *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, in Liber amicorum Gian Franco Campobasso; PERRINO, M., “La rilevanza del socio” nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di); CAVANNA, M., *Partecipazione e <<diritti particolari>> dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (a cura di), Torino, Zanichelli, 2008, 101. Di diverso avviso PINNARÒ, M., sub art. 2468, in *Società di capitali, Commentario*, NICCOLINI G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004; MALTONI, M., sub art. 2468 (*Quote di partecipazione*), in *Il nuovo diritto delle società*, MAFFEI ALBERTI, A., (a cura di), Padova, Cedam, 2004. BLANDINI, A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009, pur escludendo “la possibilità di ipotizzare categorie di quote nel senso in cui ci si riferisce al medesimo concetto quanto alle azioni: ossia come quote totalmente frazionate (o frazionabili) anche in capo a ciascun socio ed oggettivamente dotate di diritti speciali, istituzionalmente a prescindere dalla persona del socio”, fa riferimento a “categorie di quotisti”. BENAZZO, P. *L'organizzazione nella nuova s.r.l. fra modelli legali e statutari*, in *Le Società*, 2003, 1076, parla invece “di vere e proprie golden quote dotate di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società”.

Per quel che concerne i diritti particolari a contenuto patrimoniale l'art. 2468 c.c. fa testuale riferimento alla sola distribuzione degli utili tant'è che ci si interroga – fermo ovviamente il divieto di patto leonino – sul carattere tassativo o meno della norma e, conseguentemente, sull'attribuibilità di privilegi relativi a prerogative patrimoniali diverse dalla distribuzione degli utili, quali la postergazione delle perdite o le pretese sul patrimonio netto risultante all'esito della liquidazione della società²⁶¹.

²⁶¹ In generale sulla portata del diritto particolare inerente la distribuzione degli utili SANTONI, G., *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, in Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 386; REVIGLIONE, P., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *Il nuovo diritto societario*, COTTINO, G., BONFANTE, G., CAGNASSO, O., MONTALENTI, P., (diretto da), Bologna, 2004; FAZZUTI, E., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *La riforma delle società*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Torino, 2003, 59; SANTUS, A., DE MARCHI, G., *Sui "particolari diritti" del socio nella nuova s.r.l.*, in *Rivista del notariato.*, 2004, 84; MALTONI, M., sub art. 2468 (*Quote di partecipazione*), in *Il nuovo diritto delle società*, MAFFEI ALBERTI, A., (a cura di), Padova, Cedam, 2004; MAUGERI, M., *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Rivista delle società*, 2004, 1500; NOTARI, M., *Diritti particolari dei soci e categorie speciali di partecipazione*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2, 2003; ROSAPEPE, R., *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale.*, I, 2003; CAVANNA, M., *Partecipazione e <<diritti particolari>> dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (a cura di), Bologna, 2008, 101; BLANDINI, A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009. Si discute sul carattere tassativo della norma e sulla possibilità di attribuire ai soci diritti patrimoniali particolari non eventi ad oggetto la distribuzione degli utili. Quanto alla postergazione delle perdite è frequente l'affermazione dell'incompatibilità di un simile privilegio patrimoniale con i tratti caratterizzanti il tipo societario. Si rileva inoltre che un diritto particolare avente ad oggetto la postergazione delle perdite finirebbe col violare quanto disposto dall'art. 2482-*quater* c.c., ai sensi del quale "in tutti i casi di riduzione del capitale per perdite è esclusa ogni modificazione delle quote di partecipazione e dei diritti spettanti ai soci". È evidente che, in presenza di un socio privilegiato nella postergazione delle perdite, le perdite stesse inciderebbero prima sulla partecipazione degli altri soci. Escludono infatti tale possibilità REVIGLIONE, P., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *Il nuovo diritto societario*, COTTINO, G., BONFANTE, G., CAGNASSO, O., MONTALENTI, P., (diretto da), Bologna, 2004; CARESTIA, A., sub art. 2469, in *La riforma del diritto societario*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, 2003; FAZZUTI, E., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *La riforma delle società*,

Quanto ai diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società, l'espressione utilizzata dal legislatore è estremamente generica, rivelandosi pertanto idonea a ricomprendere tutte quelle posizioni soggettive che non si pongono in diretto contrasto con norme imperative: parte della dottrina ritiene quindi che i diritti amministrativi attribuibili a singoli soci vadano intesi in senso ampio, travalicando quello che è il significato letterale del termine "amministrazione" e includendo anche diritti non strettamente connessi alla gestione dell'impresa²⁶². Non

SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Torino, 2003. Ritengono al contrario ammissibile la postergazione delle perdite MALTONI, M., sub art. 2468 (*Quote di partecipazione*), in *Il nuovo diritto delle società*, MAFFEI ALBERTI, A., (a cura di), Padova, Cedam, 2004; SANTONI, G., *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*.

²⁶² Sono favorevoli ad un'interpretazione estensiva MALTONI, M., sub art. 2468 (*Quote di partecipazione*), in *Il nuovo diritto delle società*, MAFFEI ALBERTI, A., (a cura di), Padova, Cedam, 2004; DACCÒ, A., *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*; REVIGLIONE, P., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *Il nuovo diritto societario, Commentario*, COTTINO, G., BONFANTE, G., CAGNASSO, O., MONTALENTI, P., (diretto da), Bologna, 2004. Si ritiene ad esempio possibile attribuire al singolo socio poteri di controllo ulteriori rispetto a quelli indicati dall'art. 2476, comma 2, c.c. In realtà si ritiene che tale norma sia inderogabile *in peius*, ben potendo al contrario l'autonomia statutaria intervenire in senso migliorativi. Al riguardo CAVALLI, G., *Il controllo legale dei conti nella società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2003,712; IBBA, C., *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN, G., (a cura di), Padova, Cedam, 2004; BUTA, G. M., *I diritti di controllo del socio*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004; AMBROSINI S., sub art. 2476, in *Società di capitali, Commentario* NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, (diretto da), 2004; ARATO, M., *Il controllo individuale dei soci e il controllo legale dei conti nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2004, 1198; ZANARONE, G., *La tutela dei soci di minoranza nella nuova s.r.l.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN, G., (a cura di), Padova, Cedam, 2004. Esprimono delle perplessità CAGNASSO, O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di Diritto Commerciale – Volume quinto*, COTTINO, G., (diretto da), Padova, Cedam, 2007. FORTUNATO, S., *I controlli nella riforma delle società*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle*

manca chi, con atteggiamento più cauto, tenta di circoscrivere la portata dell'art. 2468 3° comma c.c. facendo leva sul significato letterale del termine amministrazione e invocando un'interpretazione restrittiva della norma in ragione della sua specialità²⁶³. Si è osservato inoltre che la competenza a decidere sulle materie di cui all'art. 2479 2° comma c.c., ad eccezione della nomina degli amministratori in relazione alla quale è fatta salva una eventuale diversa previsione dell'atto costitutivo, non potrebbe essere sottratta ai soci collettivamente intesi ed attribuita ad un singolo socio in quanto la stessa lettera della legge sembrerebbe escluderlo. Parimenti ulteriore limite andrebbe individuato nelle materie di cui all'art. 2475 5° comma c.c. che “sono in ogni caso di competenza dell'organo amministrativo” e che quindi non potrebbero essere attribuite al socio individualmente²⁶⁴.

I diritti amministrativi particolari pertanto, nel rispetto delle norme inderogabili del tipo, potranno avere il contenuto più vario: dal diritto ad essere nominati amministratori²⁶⁵ al diritto a nominare uno o più amministratori²⁶⁶ incluse

società cooperative, RESCIGNO, M., SCIARRONE ALDIBRANDI, A., (a cura di), Milano Giuffrè, 2004.

²⁶³ In questo senso ABETE, L., *I diritti particolari attribuibili ai soci di s.r.l.: taluni profili*, in *Le Società*, 2006.

²⁶⁴ Così CAVANNA, M., *Partecipazione e diritti particolari dei soci*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 117 ss.

²⁶⁵ In questo senso SANTONI, G., *Sulla nomina di amministratori di s.r.l.*, in *Rivista di diritto commerciale.*, 2005, 247; AMBROSINI S., sub art. 2476, in *Società di capitali, Commentario* NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (diretto da), 2004; DACCÒ, A., *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*; CAVANNA, M., *Partecipazione e diritti particolari dei soci*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008; RORDORF, R., *I sistemi di amministrazione e controllo nella nuova s.r.l.*, in *Le Società*, 2003, 66. Al contrario SALANITRO, N., *Profili sistematici della società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2005 afferma che i diritti riguardanti l'amministrazione non sembra “possano coincidere con l'attribuzione a singoli soci della posizione di amministratori, dovendo in tal caso trovare applicazione la diversa disciplina della nomina e della revoca degli amministratori”. Sembrano non ammettere la possibilità per il socio di svolgere poteri gestori anche CARESTIA, A., sub art. 2469, in *La riforma del diritto societario*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, 2003; ABETE, L., *I diritti particolari attribuibili*

ai soci di s.r.l.: taluni profili, in *Le Società*, 2006; FAZZUTI, E., *sub art. 2468. Quote di partecipazione*, in *La riforma delle società*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Torino, 2003; PARRELLA, F., *sub art. 2475*, in *La riforma delle società*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Torino, 2003. È altresì ammessa dalla dottrina la possibilità che al singolo socio venga attribuito il diritto di compiere singoli atti di gestione. In questo senso DACCÒ, A., *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*; CAGNASSO, O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di Diritto Commerciale – Volume quinto*, COTTINO, G., (diretto da), Padova, Cedam, 2007; SANTONI, G., *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*. Parte della dottrina ritiene che, una volta attribuito il diritto particolare al socio su un determinato atto, in relazione a quell'atto non sarà più possibile attivare il meccanismo previsto dall'art. 2479 1° comma c.c. Sono di questo avviso ABRIANI, N., MALTONI, M., *Elasticità organizzativa della società a responsabilità limitata e diritti dei soci di avocare decisioni gestorie*, in *Rivista del notariato*, 2006; ALLEGRI, V., *L'amministrazione della società a responsabilità limitata dopo la recente riforma*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 149. Ulteriore problema applicativo si configura con riferimento alla revoca dell'amministratore nominato in virtù di un diritto particolare. Preliminarmente va osservato che nell'ambito della s.r.l. risulta espressamente disciplinata la sola revoca giudiziale dell'amministratore in caso di gravi irregolarità nella gestione della società ai sensi dell'art. 2476 3° comma c.c. L'irrevocabilità dell'amministratore, se non per decisione unanime (che difficilmente si verificherebbe in quanto il socio amministratore verosimilmente non sarebbe d'accordo alla revoca) conformemente a quanto previsto in ordine alla modificabilità del diritto particolare, se può dirsi coerente per la revoca *ad nutum* non convince in presenza di una giusta causa, pur facendo ovviamente salva l'eventuale possibilità di intervento da parte dell'autorità giudiziaria sollecitato dal singolo socio ricorrendo i presupposti richiesti dall'art. 2476 3° comma. Un correttivo potrebbe consistere nell'ammettere la revoca per giusta causa all'unanimità senza però consentire al socio da revocare di partecipare alla relativa decisione. Così WEIGMANN, R., *La revoca degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004.

²⁶⁶ Ipotesi questa ammessa dalla dottrina maggioritaria e avallata dal tenore letterale dell'art. 2479 2° comma c.c. che fa salva una modalità di individuazione degli amministratori diversa dalla nomina da parte dei soci. In questo senso, tra gli altri, SANTONI, G., *Sulla nomina di amministratori di s.r.l.*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2005; ZANARONE, G., *La tutela dei soci di minoranza nella nuova s.r.l.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo*

ovviamente “interferenze” gestorie meno incisive come la possibilità di autorizzare determinate operazioni²⁶⁷ o, viceversa, di opporsi al loro compimento²⁶⁸. Nella

societario, CIAN, G., (a cura di), Padova, Cedam, 2004; SANDULLI, M., *Le decisioni dei soci*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003; ROSAPEPE, R., *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2003; DACCÒ, A., *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso; NOTARI, M., *Diritti particolari dei soci e categorie speciali di partecipazione*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2, 2003. Esprimono invece delle perplessità. VIGO, R., *Decisioni dei soci: competenze*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004; BUONOCORE, V., *L'organizzazione interna della società a responsabilità limitata riformata*, in *Rivista del notariato*, 2004; CAPO, G., *Il governo dell'impresa e la nuova era della società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2003; SANZO, S., *Le decisioni dei soci*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 333. Quanto alla revoca dell'amministratore nominato dal singolo socio CAGNASSO, O., sub *art. 2475-2475-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, *Commentario*, COTTINO, G., BONFANTE, G., CAGNASSO O., MONTALENTI, P., (diretto da), Bologna Zanichelli, 2004, 1864, ritiene che “l'amministratore nominato dal singolo socio potrà essere revocato dal medesimo e anche, parrebbe, con decisione dei soci in presenza di una giusta causa”.

²⁶⁷ In questo senso CAGNASSO, O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, COTTINO, G., (diretto da) Padova, Cedam, 2007; MALTONI, M., sub *art. 2468 (Quote di partecipazione)*, in *Il nuovo diritto delle società*, MAFFEI, ALBERTI, A., (a cura di), Padova, Cedam, 2005; SANTUS A., DE MARCHI, G., *Sui “particolari diritti” del socio nella nuova s.r.l.*, in *Rivista del notariato*, 2004; MORANDI, sub *art. 2475* in *Il nuovo diritto delle società*, MAFFEI, ALBERTI, A., (a cura di), Padova, Cedam, 2005; BLANDINI, A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009; BIANCHI, L. A., FELLER, A., sub *art. 2468. Quote di partecipazione*, in *La società a responsabilità limitata*, BIANCHI, L. A., (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008.

²⁶⁸ Si tratterebbe in questo caso di un diritto di veto assimilabile da un punto di vista funzionale all'autorizzazione, trattandosi di due figure organizzative che incidono non sulla titolarità del potere ma sul suo esercizio e, di conseguenza, entrambi dotati di minore incisività rispetto al diritto di compiere atti di gestione. Ritengono senza particolari problemi attribuibile una simile posizione soggettiva in capo a singoli soci DACCÒ, A., *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso; NOTARI, M., *Diritti particolari dei soci e categorie speciali di partecipazione*, in *Analisi Giuridica*

maggior parte dei casi si tratterà comunque di situazioni soggettive funzionali all'esercizio dell'attività comune, talvolta indispensabili nella sequenza procedimentale relativa alla formazione della volontà sociale, le quali più che a diritti soggettivi in senso proprio sembrano assimilabili a delle vere e proprie "posizioni organizzative"²⁶⁹ che vanno ad inserirsi nella *governance* societaria divenendone elemento essenziale²⁷⁰.

dell'Economia, 2, 2003; BLANDINI, A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009; SANTUS A., DE MARCHI, G., *Sui "particolari diritti" del socio nella nuova s.r.l.*, in *Rivista del notariato*, 2004; CARESTIA, A., sub art. 2469, in *La riforma del diritto societario*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, 2003; FAZZUTI, E., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *La riforma delle società*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Torino, 2003.

²⁶⁹ PERRINO, M., *La rilevanza del socio nella s.r.l.: recesso, diritto particolari, esclusione*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 832 al riguardo osserva come "l'attribuzione nell'atto costitutivo di diritti particolari del tipo in esame ai singoli soci non si risolve nel costituire situazioni soggettive intangibili dalla società, o in altri termini nell'introdurre regole attributive di diritti – obblighi, bensì nel dettare pur sempre regole organizzative, cioè le quali, attraverso il riconoscimento di diritti particolari ai soci sul piano dell'amministrazione o della distribuzione dell'utile, valgono anzitutto a stabilire regole di funzionamento del gruppo. Regole organizzative...così come organizzativa è essenzialmente la corrispondente situazione soggettiva attribuita al singolo socio". SANTONI, G., *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004 afferma che "il riconoscimento di una loro portata organizzativa non implica come automatica conseguenza la negazione della possibilità di attribuire a essi una precisa rilevanza in termini di posizione soggettiva irriducibile a un mera regola di azione". Peraltro l'art. 2468 4° comma prevede che "salvo diversa previsione dell'atto costitutivo e salvo in ogni caso quanto previsto dal primo comma dell'art. 2473, i diritti previsti dal precedente comma possono essere modificati solo con il consenso di tutti i soci". La regola unanimistica prevista, seppur in via suppletiva, per la modifica dei diritti particolari induce a chiedersi se essa sia funzionale a presidiare l'immodificabilità del diritto particolare da parte dei soci senza il consenso del suo titolare o, piuttosto, sia indice della matrice organizzativa del diritto che trova fondamento e regolamentazione nel contratto sociale. Al riguardo MARASÀ, G., *Maggioranza e unanimità nelle modificazioni dell'atto costitutivo della s.r.l.*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004 osserva che i particolari diritti attribuibili ai soci "potrebbero configurarsi come veri e propri diritti soggettivi di derivazione statutaria e in quanto tali sottratti alla regola della modificabilità a maggioranza, salva diversa disposizione statutaria".

Controversa in dottrina è poi la possibilità di attribuire ad uno o più soci, attraverso il meccanismo dei diritti particolari, un diritto di voto più che proporzionale rispetto alla partecipazione detenuta. Al riguardo si è osservato che l'art. 2479 5° comma c.c. sembrerebbe perentorio nell'attribuire a ciascun socio il diritto di voto “*in misura proporzionale alla sua partecipazione*”, senza fare salva

²⁷⁰ Proprio in ragione della valenza (anche) organizzativa del diritto particolare riguardante l'amministrazione MONTAGNANI, C. *Informazioni e controlli nelle nuove società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2009 individua nei termini che seguono le possibili implicazioni che tale connotazione organizzativa potrebbe comportare: “c'è una lettura dell'istituto che, se dovesse diffondersi, darebbe una colorazione ancor più particolare ai diritti di cui all'art. 2468, comma 3 c.c. ed è quella che li vuole funzionalizzati a una <<più compiuta attuazione del programma societario>> costruendo una sorta di obbligatorietà del loro esercizio e allora, ovviamente, del loro *diligente esercizio*. Si tratta di prospettiva certo affascinante, ma che finisce (...) per stravolgere l'istituto, trasformando un *diritto* per il riconoscimento del quale il socio potrebbe aver già <<pagato>> in un *obbligo*: una facoltà che, con <<tenacia negoziatrice>>, il socio è riuscito a riservarsi, in un comportamento dovuto”. Ed infatti ci si interroga sulle conseguenze del mancato esercizio del diritto particolare da parte del socio quando si tratti di una prerogativa indispensabile per lo svolgimento dell'attività comune. Qualora l'atto costitutivo preveda la modificabilità a maggioranza dei diritti particolari i soci potranno incidere sul diritto particolare come reazione all'inerzia del titolare. Nel caso in cui il diritto sia immodificabile senza il consenso di tutti i soci, ivi incluso il titolare del diritto stesso, la problematica si presenta maggiormente complessa. CIAN, M, *Le competenze decisorie dei soci*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, IBBA, C., MARASÀ, G (diretto da), 2008 individua una “competenza sussidiaria ed eventuale della collettività dei soci” nel caso di inerzia da parte del socio titolare del diritto di nominare un amministratore. Così anche BIANCHI, L. A., FELLER, A., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *La società a responsabilità limitata*, BIANCHI, L. A., (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008. CAVANNA, M., *Partecipazione e diritti particolari dei soci*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 156 prospetta la possibilità che gli altri soci chiedano “al giudice la fissazione di un termine entro il quale il beneficiario della golden quota debba esercitare il diritto; e ove l'inerzia del secondo dovesse perdurare, lo stesso diritto di nomina tornerebbe (solo in via temporanea) nella disponibilità dell'assemblea. Il modello normativo potrebbe essere individuato nella cd actio interrogatoria del diritto delle successioni: nel caso che ci occupa come nella fattispecie successoria, infatti, la mancata nomina rifletterebbe il disinteresse del titolare ad esercitare una sua prerogativa, che quindi sarebbe riservata ad altro soggetti, pregiudicati da quel comportamento inerte”.

un'eventuale diversa previsione statutaria. Non si può tuttavia evitare di rilevare che, pur volendo riconoscere portata inderogabile al principio della proporzionalità del voto rispetto alla partecipazione detenuta, il voto in sé considerato risulta fortemente “ridimensionato” dalla possibilità di attribuire al socio *uti singulus* prerogative talmente ampie che finiscono per svalutare il momento deliberativo comune, il quale conserverebbe la sua rilevanza esclusivamente in relazione alle materie di cui all'art. 2479 2° comma c.c. e comunque non con riferimento alla nomina degli amministratori. Peraltro l'assegnazione delle quote in misura non proporzionale al conferimento consente ai soci di determinare il loro ruolo all'interno della società – e conseguentemente anche il “peso” del loro voto – senza tener conto dell'impegno economico assunto da ciascuno, fino ad arrivare all'ipotesi limite di dissociare la titolarità della quota dall'obbligo del conferimento. Ed è proprio sulla scia di tali considerazioni che parte della dottrina ammette anche la derogabilità del voto proporzionale²⁷¹.

²⁷¹ Ritengono tuttora inderogabile il principio della proporzionalità del voto ABETE, L., *I diritti particolari attribuibili ai soci di s.r.l.: taluni profili*, in *Le Società*, 2006; FAZZUTI, E., *sub art. 2468. Quote di partecipazione*, in *La riforma delle società*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Torino, 2003; REVIGLIONO, P., *sub art. 2468. Quote di partecipazione*, in *Il nuovo diritto societario*, COTTINO, G., BONFANTE, G., CAGNASSO, O., MONTALENTI, P., (diretto da), Bologna, 2004; ROSAPEPE, R., *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2003; RESTAINO, L., *sub art. 2479*, in *La riforma delle società*, SANDULLI M., SANTORO, V., (a cura di), Torino, 2003; SALVATORE, L., *L'organizzazione corporativa nella nuova s.r.l.: amministrazione, decisione dei soci e il ruolo dell'autonomia privata*, in *Contratto e impresa*, 2003, 3, 238; SCIUTO, M., *Autonomia statutaria e coefficienti di personalizzazione della quota nella s.r.l. artigiana*, in *Riv. dir. soc.*, 2, 2009; CAGNASSO, O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di Diritto Commerciale – Volume quinto*, COTTINO, G., (diretto da), Padova, Cedam, 2007. Di diverso avviso BLANDINI A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009, il quale sostiene anzi che “i diritti particolari operano prevalentemente sul piano del voto, direttamente o indirettamente”; BIANCHI, L. A., FELLER, A., *sub art. 2468. Quote di partecipazione*, in *La società a responsabilità limitata*, BIANCHI, L. A., (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008; NOTARI, M., *Diritti particolari dei soci e categorie speciali di partecipazione*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2, 2003; CAVANNA, M., *Partecipazione e diritti particolari dei soci*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008; NUZZO, A., *sub art. 2479*, in *Società di capitali*, NICCOLINI – STAGNO

Tuttavia, pur aderendo all'impostazione più rigorosa, la quale sembra da preferire quantomeno con riferimento all'impossibilità di attribuire al singolo socio la competenza decisionale in ordine alle materie "riservate" di cui agli artt. 2479 2° comma e 2475 5° comma c.c., è indubbio che le prerogative attribuibili ai soci per il tramite dei diritti particolari sono decisamente ampie e possono portare al riconoscimento in capo ad uno o più soci di una posizione di assoluta centralità nella gestione della società indipendentemente dall'entità delle risorse investite e, conseguentemente, dal rischio assunto.

Quanto alla possibilità di "recuperare" il principio di proporzionalità tra rischio e gestione, quantomeno nella sua accezione "debole" di necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi, si potrebbe far leva sull'interpretazione letterale dell'art. 2468 3° comma c.c., il quale, nel prevedere l'attribuibilità a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili, utilizza appunto la congiunzione disgiuntiva "o". Ne deriverebbe l'impossibilità di attribuire al medesimo socio sia diritti inerenti l'amministrazione sia diritti patrimoniali differenziati, in tal modo evitando il riconoscimento di una posizione di pluspotere in capo ad un socio titolare di una quota "privilegiata"²⁷². Svalutando il dato letterale si dovrebbe invece ritenere che è possibile attribuire un diritto particolare riguardante l'amministrazione – magari il diritto stesso di essere nominato amministratore – pur in presenza di un privilegio

D'ALCONTRES (a cura di), 2004; SANTONI, G., *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, Utet, 2004; GALGANO, F., GENGHINI, R., *Il nuovo diritto societario, Volume XXIX, Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 2003; SANTOSUOSSO, D. U., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, Giuffrè, 2003. DACCÒ, A., *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, Utet, 2004, 405, ritiene priva di senso la negazione della "possibilità di ipotizzare un diritto di voto non proporzionale concernente, ad esempio, la nomina e la revoca degli amministratori, e ritenere, invece, del tutto lecito un diritto a procedere direttamente alla nomina e alla revoca degli stessi".

²⁷² BLANDINI A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009 non considera "peregrina" tale interpretazione. Dello stesso avviso ROSAPEPE, R., *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2003.

patrimoniale che determina una riduzione del rischio assunto rispetto agli altri soci²⁷³.

2. RESPONSABILITÀ DEI SOCI PER GLI ATTI DI GESTIONE COMPIUTI O AUTORIZZATI

Il crescente coinvolgimento dei soci nella gestione della società – coinvolgimento che deriva non solo dall’attribuibilità di diritti particolari ai sensi dell’art. 2468 3° comma c.c., ma anche (e soprattutto) dalla generale previsione dell’art. 2479 1° comma c.c. – ha indotto il legislatore a prevedere che “sono altresì solidalmente responsabili con gli amministratori...i soci che hanno intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi”²⁷⁴. Al riguardo la Relazione governativa sottolinea come attraverso la norma in commento si tenga conto “delle caratteristiche del tipo societario in questione e della circostanza che nella concreta realtà in esso molto spesso l’effettivo potere di amministrazione non corrisponde all’assunzione della relativa veste formale e che, pertanto, la mancata assunzione della prima non può divenire un facile strumento per eludere la responsabilità che deve incombere su chi la società effettivamente gestisce”. Tale commento esplicativo in realtà non esprime compiutamente la potenzialità applicativa della norma, tenuto conto che nella s.r.l. il coinvolgimento dei soci nella gestione non è più circostanza meramente “patologica” ma – in quanto espressamente disciplinata e legittimata dalla legge – costituisce tratto caratterizzante il tipo stesso. Pertanto la previsione di cui all’art. 2476 7° comma c.c. non sembra essere volta a sanzionare illegittime immistioni, assumendo piuttosto

²⁷³ Propendono per una svalutazione del dato letterale BIANCHI, L. A., FELLER, A., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *La società a responsabilità limitata*, BIANCHI, L. A., (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008; DE STASIO, V., sub art. 2468, in *Codice commentato delle s.r.l.*, BENAZZO P., PATRIARCA, S. (diretto da) Torino, 2006; PINNARÒ, M., sub art. 2468, in *Società di capitali, Commentario*, NICCOLINI, G., STAGNO D’ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004.

²⁷⁴ Art. 2476 7° comma c.c.

carattere di norma di completamento del nuovo regime delle azioni di responsabilità nella s.r.l. in ragione del mutato riparto di competenze²⁷⁵.

Tuttavia i presupposti applicativi della norma in commento non risultano del tutto lineari ed univoci. Ed infatti un primo problema interpretativo deriva dall'impiego da parte del legislatore dell'avverbio "intenzionalmente". Al riguardo ci si chiede se esso debba essere riferito alla decisione o autorizzazione dell'atto – entrambe condotte che sono intrinsecamente e indefettibilmente intenzionali – alla lesività dell'atto stesso per la società o ancora all'anitgiuridicità della condotta. È evidente che la puntuale individuazione della condotta e dell'elemento psicologico da cui deriva per il socio la responsabilità di cui all'art. 2476 7° comma c.c. risulta di primaria importanza per comprendere appieno la portata della norma e l'eventuale coincidenza di presupposti rispetto all'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori. In realtà, a meno di non voler ritenere pleonastico l'impiego dell'avverbio "intenzionalmente" privandolo di ogni portata precettiva, sembra che l'art. 2476 7° comma c.c. richieda comunque una consapevolezza dolosa che impedisce l'insorgere di una responsabilità derivante da un mero atteggiamento colposo, differenziandosi quindi dalla responsabilità degli amministratori²⁷⁶.

²⁷⁵ Sull'ambito di applicazione della norma AMBROSINI, V. S., *sub art. 2476*, in *Società di capitali, Commentario*, NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004; SPADA, P., *L'amministrazione nella società a responsabilità limitata dopo la riforma organica del 2003*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, SCOGNAMIGLIO, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003; MELI, V., *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, Utet, 2004; MONTAGNANI, C., *Informazioni e controlli nelle nuove società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2009; IRACE, A., *La responsabilità per atti di eterogestione*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 181.

²⁷⁶ Ritengono riferibile l'intenzionalità alla lesività dell'atto IRACE, A., *La responsabilità per atti di eterogestione*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 181; MONTAGNANI, C., *Informazioni e controlli nelle nuove società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2009. Non a caso, chi sostiene quest'ultima tesi. Sottolineano invece il mero valore pleonastico dell'avverbio: RESCIGNO, M., *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture e incertezze: una primariflessione*, in *Le Società*, 2003, 333; DI AMATO, S., *Le azioni di responsabilità nella*

Proprio in ragione di tale diversità di regime si impone però una precisazione: qualora il diritto particolare abbia ad oggetto il diritto ad essere nominato amministratore sembra maggiormente corretto che il socio coinvolto risponda di eventuali danni alla società ai sensi dell'art. 2476 1° comma c.c. e non ai sensi del 7° comma che assumerà quindi la funzione di norma residuale di chiusura da applicare in tutte le ipotesi in cui il socio non ricopra la carica di amministratore. L'art. 2476 7° comma c.c. troverà quindi applicazione nei casi di decisioni gestorie dei soci ai sensi dell'art. 2479 1° comma c.c.²⁷⁷ e in tutti quei casi in cui il particolare diritto inerente l'amministrazione non determini l'assunzione di funzioni di gestione diretta da parte del socio, ma si estrinsechi in forme di "ingerenza" gestoria meno marcate, quali ad esempio il diritto di autorizzare determinate operazioni o di impedirne il compimento attraverso l'esercizio di un diritto di veto²⁷⁸.

nuova disciplina della società a responsabilità limitata, in *Giurisprudenza. commerciale.*, 2003, 305; PATRIARCA, S., *La responsabilità del socio <<gestore>> di s.r.l.*, in *Le Società*, 2007; MANZO, G., sub art. 2479, in *La riforma del diritto societario*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, 2003; AMBROSINI, S., sub art. 2476, in *Società di capitali, Commentario*, NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004. Per FERRARA JR, F., CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 2009 l'intenzionalità va riferita all'antigiuridicità dell'atto dannoso.

²⁷⁷ L'applicabilità della norma alle decisioni dei soci ex art. 2479 ° comma c.c. è pacifica. Tra gli altri in questo senso AMBROSINI, S., sub art. 2476, in *Società di capitali, Commentario*, NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004; PATRIARCA, S., *La responsabilità del socio <<gestore>> di s.r.l.*, in *Le Società*, 2007; MELI, V., *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, Utet, 2004.

²⁷⁸ Ritengono applicabile l'art. 2476 7° comma c.c. all'esercizio dei diritti particolari inerenti l'amministrazione, tra gli altri, S PATRIARCA, S., *La responsabilità del socio <<gestore>> di s.r.l.*, in *Le Società*, 2007; BLANDINI A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009; CAGNASSO, O., *La società a responsabilità limitata, Trattato di Diritto Commerciale – Volume quinto*, COTTINO, G., (diretto da), Padova, Cedam, 2007; MELI, V., *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, Utet, 2004; IRACE, A., *La responsabilità per atti di eterogestione*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003.

Sembra peraltro indubitabile che la responsabilità degli amministratori permanga anche nelle ipotesi di coinvolgimento dei soci nella gestione, in quanto è la stessa lettera della legge a precisare che nelle ipotesi di cui all'art. 2476 7° comma c.c. i soci sono solidalmente responsabili con gli amministratori, presupponendo quindi che tale responsabilità vada ad aggiungersi – e non certo a sostituirsi – a quella degli amministratori. Il che implica che gli amministratori mantengono il loro ruolo di supervisione sulla gestione anche in presenza di decisioni gestorie dei soci ex art. 2479 1° comma c.c. o di esercizio di un diritto particolare inerente l'amministrazione attribuito a singoli soci ex art. 2468 3° comma c.c. Coerentemente sembra che essi debbano potersi sottrarre a decisioni dei soci ritenute illegittime – o comunque esprimere il proprio dissenso – per evitare di incorrere in responsabilità nei confronti della società.

Ne inferisce che, limitatamente ai profili evidenziati e con la consapevolezza che la portata applicativa dell'art. 2476 7° comma c.c. è ben più ampia, la responsabilità dei soci per gli atti di gestione compiuti o autorizzati potrebbe qualificarsi come una sorta di “correttivo” rispetto alla deviazione dal principio di proporzionalità tra rischio e gestione attuata mediante l'attribuzione a singoli soci di diritti particolari inerenti l'amministrazione.

3. TITOLI DI DEBITO

In attuazione dell'art 3 2° comma lettera g) della Legge 366/2001, il D.Lgs 6/2003 ha introdotto la possibilità per le s.r.l. di emettere titoli di debito. Nonostante la non univocità della terminologia impiegata, da un punto di vista tipologico, sembra si tratti di titoli similari alle obbligazioni che potranno circolare attraverso la tecnica cartolare²⁷⁹.

²⁷⁹ Sui titoli di debito e sulla loro causa FIMMANÒ, F., *Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata*, in *Banca Borsa e titoli di credito.*, 2005, 101; CABRAS, G., *sub art. 2483*, in *Commentario, Società di capitali.*, NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, Napoli, 2004; LUONI, Art. 2483, in *Il nuovo diritto societario*, di COTTINO, G., BONFANTE, G., CAGNASSO, O., MONTALENTI, P., (a cura di), Bologna, 2004; PORZIO, *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Rivista delle società*, 2004, 1189; D'AMBROSIO, *I titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Le Società*, 2003, 1344; PATRIARCA, S., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi*

Con una soluzione di compromesso, volta ad individuare “un equilibrio tra l’esigenza di rendere praticabile ed utile per le società a responsabilità limitata l’accesso a queste forme di finanziamento e quella di assicurare la necessaria salvaguardia degli interessi dei risparmiatori”²⁸⁰, l’art. 2483 2° comma c.c. impone che tali titoli siano “sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale”²⁸¹ a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima”. Quanto alla competenza in ordine all’emissione dovrà essere l’atto costitutivo, in linea con la flessibilità del tipo societario, ad attribuirlo ai soci o agli amministratori individuando eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione.

Si tratterà di titoli emessi in serie rappresentativi di un’unitaria operazione di finanziamento i cui titolari non saranno dotati *ex lege*, contrariamente a quanto previsto per gli obbligazionisti di s.p.a., di un’organizzazione stabile di categoria, essendo meramente eventuale la previsione nella decisione di emissione della possibilità per la società di modificare le condizioni del prestito e le modalità del rimborso previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli. Pertanto solo nel caso in cui la decisione di emissione lo preveda i portatori dei titoli potranno riunirsi e autorizzare eventuali modifiche del prestito a maggioranza, nè la norma

interpretativi, Milano, Giuffrè, 2005; GIANNELLI, G., *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 239; CARRIERO, *La disciplina delle obbligazioni e dei titoli di debito nel nuovo diritto societario*, in *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, CAPRIGLIONE, F., (a cura di), Padova, Cedam 2003; SPADA, P., *L’emissione dei titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Impresa e società*, BASSI, A., BELVISO, U., BOCCHINI, E., BUONUOMO, D., DI SABATO, F., LAURINI, G., SANDULLI, M., (a cura di), Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2006, 1125.

²⁸⁰ Così la Relazione governativa al D.Lgs. 6/2003.

²⁸¹ Sulla nozione di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale che “non risulta – nella sua integrità – presente nel linguaggio della normativa primaria o secondaria” SPADA, P., *L’emissione dei titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Impresa e società*, BASSI, A., BELVISO, U., BOCCHINI, E., BUONUOMO, D., DI SABATO, F., LAURINI, G., SANDULLI, M., (a cura di), Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2006, 1125.

contempla in loro favore eventuali ulteriori competenze deliberative. Peraltro, data la laconicità del dettato normativo e l'ampio spazio di manovra riservato all'autonomia privata, parte della dottrina non esclude – nonostante siano molteplici i dati testuali che fanno propendere per una diversa soluzione – che nel novero dei titoli contemplati dall'art. 2483 c.c. possano rientrare anche titoli individuali.

Da un punto di vista contenutistico sarà appunto la decisione di emissione a determinare i diritti connessi ai titoli. Essi dovranno in ogni caso avere, come accennato e stando alla lettera della legge, la quale fa espresso riferimento alle “condizioni del prestito” e alle “modalità del rimborso”, causa di mutuo, pur potendo includere ipotesi di prestito indicizzato o subordinato fino ad arrivare a ricomprendere, secondo alcuni, rapporti privi di una causa di debito “pura” con le caratteristiche di cui all'art. 2411 3° comma c.c.²⁸². Si tratta quindi di una fattispecie elastica e non tipizzata²⁸³.

Ai fini che qui rilevano è necessario interrogarsi sull'effettivo livello di elasticità della fattispecie e, nello specifico, sulla configurabilità, soprattutto in termini di compatibilità col tipo societario di riferimento, di titoli di debito dotati di diritti amministrativi, analogamente a quanto sembra oggi possibile per le s.p.a. In altre parole occorre chiedersi se la nuova fattispecie disciplinata dall'art. 2483 c.c. possa rivelarsi uno strumento idoneo ad attribuire poteri di *voice* ad efficacia reale ai creditori sociali. Al riguardo la dottrina che si è occupata dell'argomento sembra escludere tale eventualità muovendo dal divieto contemplato dall'art. 2468 c.c. che si ritiene inerente “ogni posizione organizzativa interna: la ratio che sottende al criterio di selezione dei soci a trattativa privata sembra riproducibile ogni qualvolta si tratti di attribuire ad un soggetto...diritti statutari nei confronti dell'emittente”, con la conseguenza che “il limite contenutistico dei titoli di debito coincide appunto con l'impossibilità di attribuire ai sottoscrittori degli stessi diritti di socio, cioè diritti nei confronti della società aventi natura organizzativa: attribuzione che sarebbe

²⁸² Per questi rilievi PATRIARCA, S., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, Giuffrè, 2005.

²⁸³ Così CAGNASSO, O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di Diritto Commerciale – Volume quinto*, COTTINO, G., (diretto da), Padova, Cedam, 2007.

incompatibile con il modello societario adottato²⁸⁴. Peraltro l'art. 2483 c.c. non contiene alcun riferimento alla possibilità di dotare i titoli di debito di diritti amministrativi né prevede, di conseguenza, eventuali limiti al riguardo.

Pur fungendo ormai il principio di proporzionalità tra rischio e gestione da mera regola dispositiva di *default*, non appare legittima l'attribuzione di diritti amministrativi ad efficacia reale a non soci in assenza di una norma che espressamente contempra tale possibilità. I soci rimangono comunque titolari del potere di "indirizzare" l'attività sociale attraverso l'esercizio dei diritti di *voice* ad essi tipicamente riservati: l'attribuibilità di posizioni organizzative in capo a terzi deve essere legittimata da un'espressa previsione normativa in tal senso. E se una siffatta previsione normativa in materia di s.p.a. sembra potersi rinvenire nelle disposizioni relative agli strumenti finanziari, la disciplina della s.r.l. ne è priva²⁸⁵.

Tale diversità di regime del resto si giustifica in virtù della profonda diversità tipologica che caratterizza i due tipi societari in commento e che la riforma del 2003 ha significativamente amplificato. Nell'ambito della s.r.l. la dimensione contrattuale assume primario rilievo così come l'elemento personalistico; la struttura finanziaria

²⁸⁴ Si esprime in questi termini PATRIARCA, S., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, Giuffrè, 2005. Esclude l'attribuibilità di diritti amministrativi ai possessori di titoli di debito anche FIMMANÒ, F., *Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata*, in *Banca Borsa e titoli di credito.*, 2005, 101.

²⁸⁵ ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, OLIVIERI, G., PRESTI G., VELLA F., (a cura di), Bologna, Il Mulino, 2003, 245 al riguardo osserva che "l'autonomia nell'emissione dei titoli di debito, per quanto ampia, non sembra – come viceversa avviene nel caso delle s.p.a. – potersi spingere sino all'emissione di titoli ibridi, che coniughino cioè diritti patrimoniali a forme più o meno estese di partecipazione o interferenza con i diritti amministrativi dei soci. Due ordini di ragioni inducono a tale conclusione. Il primo attiene al silenzio della legge in tal senso, silenzio che assume maggior significato per il fatto che oggi la disciplina della s.r.l. si compone di un corpo di norme autonomo e organico rispetto a quella della s.p.a. Il secondo ordine di ragioni attiene al fatto che si arriverebbe al paradosso che la s.r.l. disporrebbe di uno spazio di manovra ben più ampio di quello riservato, anche nella nuova disciplina, alla s.p.a., che rappresenta tradizionalmente il modello elettivo per la raccolta, in via generale e diffusa, del risparmio pubblico, e alla quale il legislatore affida un ruolo privilegiato nella sollecitazione generalizzata degli investimenti, obbligando la s.p.a. a pagarne il prezzo, rappresentato dall'osservanza di uno statuto speciale imperativo".

è estremamente semplificata; la raccolta del risparmio diffuso rimane preclusa; la possibilità di emettere titoli di debito e di far ricorso alla tecnica cartolare rappresenta un'eccezione. In un simile contesto sembra pertanto doverosa un'interpretazione dell'art. 2483 c.c. conforme alla fisionomia del tipo societario e che non trascenda il dato letterale, escludendo di conseguenza l'attribuibilità di diritti amministrativi ai possessori di titoli di debito e, più in generale, a soggetti diversi dai soci.

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2003
- ABBADESSA, P., *L'assemblea nella s.p.a. : competenza e procedimenti nella legge di riforma*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 542
- ABBADESSA, P., *La gestione dell'impresa nelle società per azioni: profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975
- ABETE, L., *I diritti particolari attribuibili ai soci di s.r.l.: taluni profili*, in *Le Società*, 2006
- ABRIANI, N., *Controlli e autonomia statutaria: attenuare l'audit per abbassare la voce?*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, PRESTI, G., RESCIGNO, M., STANGHELLINI, L., (a cura di), 2, 2003
- ABRIANI, N., *Il divieto di patto leonino*, Milano, Giuffrè, 1994
- ABRIANI, N., *Introduzione, Sezione V, Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, d.lgs. 17 gennaio 2003, n.5, d.lgs. 11 aprile 2002, n.61 (art 1), Artt. 2325-2409 c.c.*, COTTINO, G., (diretto da), Bologna, Zanichelli, 2004, 209
- ABRIANI, N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2002, 131
- ABRIANI, N., MALTONI, M., *Elasticità organizzativa della società a responsabilità limitata e diritti dei soci di avocare decisioni gestorie*, in *Rivista del notariato*, 2006
- ADAMS, R., FERRIERA, D., *One share – one vote: the empirical evidence*, 2007, reperibile su www.ecgi.org
- ALLEGRI, V., *L'amministrazione della società a responsabilità limitata dopo la recente riforma*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 149
- AMBROSINI S., sub art. 2476, in *Società di capitali, Commentario* NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, (diretto da), 2004
- ANGELICI, C., *Attività e organizzazione, Studi di diritto delle società*, Torino, Giappichelli, 2007
- ANGELICI, C., *Il socio nella riforma*, in *La riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2004, 11

ANGELICI, C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003

ANGELICI, C., *Le azioni*, Milano, Giuffrè, 1992

ANGELICI, C., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G., E., PORTALE, G., B., Volume 1*, Torino Utet, 2004, 99

ANGELICI, C., *Note minime su “La libertà contrattuale e i rapporti societari”*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2009

ARATO, M., *Il controllo individuale dei soci e il controllo legale dei conti nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2004, 1198

ASCARELLI, T., *Appunti di diritto commerciale – Società e associazioni commerciali*, Roma, Società Editrice del Foro Italiano, 1936

ASCARELLI, T., *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica*, in *Studi in onore di Giuseppe Valeri*, Milano, Giuffrè, 1979

ASCARELLI, T., *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Rivista delle società*, 1956, 93

ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, OLIVIERI, G., PRESTI G., VELLA F., (a cura di), Bologna, Il Mulino, 2003

AZZINI, L., *I gruppi. Lineamenti economico-aziendali*, Milano, Giuffrè, 1968

BALP, G., *2409-octies*, in *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, GHEZZI, F., (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, MARCHETTI, P., BIANCHI, L., A., GHEZZI, F., NOTARI, M., (diretto da), Milano, Giuffrè, 2005

BANFI, A., DI PASQUALI, F., *Titoli di debito e riforma del diritto societario: alcune valutazioni critiche*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, PRESTI, G., RESCIGNO, M., STANGHELLINI, L., (a cura di), 2, 2003

BARCELLONA, E., *Clausole di put & call a prezzo predefinito*, Milano, Giuffrè, 2004

BARCELLONA, E., *Derivati creditizi: Market Failure o Regulation Failure?*, Paper presentato in occasione del Convegno su “Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi” (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010)

BARTALENA, A., *I patrimoni destinati a uno specifico affare*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2003, I

- BARTALENA, A., *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2004, 293
- BARTALENA, A., *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G. E., PORTALE G., (diretto da), Volume 1***, Torino, Utet, 2004
- BARTALINI, G., *La responsabilità dei soci e degli amministratori*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 617
- BASSI, A., *Le società cooperative*, in *La riforma del diritto societario. Commento ai d. dls. N. 5-6 del 17 gennaio 2003*, BUONOCORE, V., (a cura di), Torino, Giappichelli, 2003
- BECATTINI, G., *Possibilità e limiti dell'economia di mercato ovvero un'utopia per il mercato: il capitalismo dal volto umano*, in *Economia e politica industriale*, n. 101 - 102, 1999, 7
- BELCREDI, M., CAPRIO, L., *Struttura del CdA ed efficienza della "corporate governance"* in *Analisi giuridica dell'economia*, I, 2003, 73
- BENAZZO, P., *Competenze di soci e amministratori nelle s.r.l.: dall'assemblea fantasma all'anarchia?*, in *Le società*, 7, 2004, 808
- BENAZZO, P. *L'organizzazione nella nuova s.r.l. fra modelli legali e statutari*, in *Le Società*, 2003, 1076
- BENAZZO, P., PATRIARCA, S., *La riforma del diritto delle società di capitali: un primo (provvisorio) bilancio*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003
- BERTINI, U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Milano, Giuffrè, 1987
- BERTOLOTI, A., *La disciplina dei conferimenti nella s.r.l.*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 1
- BESSONE, M., *Mercato mobiliare e tutela degli investitori*, in *Economia e diritto del terziario*, n. 2, 2005, 417
- BIANCHI, L. A. , *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S.,PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 79

- BIANCHI, L. G., BRUNO, F., BRUNO G., *Dalle tracking shares alle azioni correlate: brevi riflessioni sull'esperienza domestica italiana*, reperibile sul sito www.dirittobancario.it
- BIANCHI, L. A., FELLER, A., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *La società a responsabilità limitata*, BIANCHI, L. A., (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008
- BILANCIA, P., *Modello economico e quadro costituzionale*, Torino, G. Giappichelli Editore, 1996
- BIONE. M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBOI, G. E., PORTALE, G. B., (diretto da), 2* *Azioni Gruppi*, Torino, Utet, 1991
- BLANDINI, A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009
- BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004
- BONELLI, F., *L'amministrazione delle spa nella riforma*, in *giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 700
- BONGINI, P., DI BATTISTA, M., L., NIERI, L., PATARNELLO, A., *Il sistema finanziario, Funzioni, istituzioni, strumenti e servizi*, Bologna, Il Mulino, 2004
- BORGHESI, A., *Pianificazione finanziaria aziendale e gestione del rischio (risk management)*, in *Economia e finanza aziendale, Scritti in onore di Edoardo Ardemani*
- BORSA ITALIANA S.P.A., *Osservazioni*, in *Rivista delle società*, II, 2002, 1564
- BRESCIA MORRA, C., *Finanziamenti delle società e titoli di debito*, in *Le riforme del diritto societario*, PERLINGIERI, P., CASUCCI, F., (a cura di), Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2004
- BRESCIA MORRA, C., CERA, M., MOSCO, G., D., *Il rischio d'impresa. Profitti privati e pubbliche perdite*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2010, 287
- BRUGNOLI, *Concezione sistemica dell'impresa e scelte aziendali*, Milano, Egea, 1996
- BUONOCORE, V., *L'organizzazione interna della società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2004, 589
- BUONOCORE, V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Morano Editore, 1960
- BURKART, M., *The one share – one vote debate: a theoretical perspective*, 2007, reperibile su www.ecgi.org

BUSI, C., A., *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'economia*, PICCOZZA, E., GABRIELLI, E., (diretto da), Padova, Cedam, 2008

BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti dei terzi nei patrimoni destinati)*, in *Liber Amocorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, PORTALE, (diretto da), Torino, Utet, 2007, III, 194

BUTA, G. M., *I diritti di controllo del socio*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004

CABRAS, G., *La forma d'impresa, Organizzazione della gestione nelle società di capitali*, Torino, G. Giappichelli Editore, 1996

CABRAS, G., *sub art. 2483*, in *Commentario, Società di capitali.*, NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, Napoli, 2004

CAFFÈ, F., *Politica economica, Problemi economici interni*, Torino, Boringhieri, 1970

CAGNASSO, O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di Diritto Commerciale – Volume quinto*, COTTINO, G., (diretto da), Padova, Cedam, 2007

CALANDRA BONAURA, V., *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004

CALVOSA, L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, 195

CALVOSA, L., *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1995

CALVOSA, L., *La partecipazione eccedente*, Milano, Giuffrè, 2000

CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale, Volume II*, Torino, Utet, 2002

CAMPOBASSO, G. F., *I titoli di credito in generale*, in *Diritto commerciale. Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, Volume III, Torino, Utet, 2003, 239

CAMPOBASSO, G. F., *La responsabilità del socio nella s.r.l. unipersonale*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 229

CAMPOBASSO, G. F., *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, Utet, 2003

CAMPOBASSO, G., F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G. E., PORTALE, G., (diretto da), Volume V, Torino, Utet, 1994, 380

CANALI, C. M., *Le novità che la riforma del diritto societario introduce a livello di redazione degli statuti societari per le s.p.a.*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, II, 2004, 542

CAPO, G., *Fenomenologia cooperativa e processi decisionali*, in *Giurisprudenza commerciale. Numero speciale: contributi alla riforma delle società di capitali*, Supplemento al n. III, 2004, 819

CAPO, G., *Il governo dell'impresa e la nuova era della società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 501

CARESTIA, A. , sub art. 2469, in *La riforma del diritto societario*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, 2003

CARLO, *Il contratto plurilaterale associativo*, Napoli, Casa Editrice Jovene, 1967

CARRABBA, A., *Aspetti negoziali mutualistici del tipo societario mutualistico*, in *Rivista del notariato*, V, 2003, 1073

CARRARO, G., *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, Cedam, 2004

CARRARO, G., *Un nuovo limite all'emissione di obbligazioni*, in *Rivista di diritto civile*, 2, 2005, 169

CARRIERO, *La disciplina delle obbligazioni e dei titoli di debito nel nuovo diritto societario*, in *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, CAPRIGLIONE, F., (a cura di), Padova, Cedam 2003

CARULLO, A., *Lezioni di diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 2006

CASELLI, G., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 1980, 688

CASSOLA, C., *Il rischio e l'organizzazione dell'industria moderna*, Remo Sandron Editore, 1926

CASTELLANO, M., *Riserve e organizzazione patrimoniale nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000

CATTANEO, M., *Le imprese di piccole e medie dimensioni*, Milano, Cisalpino, 1963

CAVALIERI, E., *Il comportamento strategico d'impresa: variabilità, strutture e rischio*, Torino, Giappichelli, 2008

CAVALLI, G., *Il controllo legale dei conti nella società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2003, 712

- CAVALLO BORGIA, R., *Della società per azioni, Tomo IV delle obbligazioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja – Branca*, FRANCESCO GALGANO (a cura di), Bologna, Zanichelli, 2005
- CAVALLO BORGIA, R., *Le azioni e le obbligazioni*, Torino, Utet, 2002
- CAVANNA, M., *Partecipazione e diritti particolari dei soci*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 101
- CERA, M., *La crisi e le banche: un po' di chiarezza (e di ordine)*, Paper presentato in occasione del Convegno su “*Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*” (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010)
- CERIONI, L., *Strumenti di tutela degli investitori nei maggiori paesi europei: quadro comparativo*, in *Amministrazione e Finanza*, n. 21, 2007, 27
- CHESSA, F., *La teoria economica del rischio e della assicurazione*, Padova, Cedam, 1929
- CHIAPPETTA, F., *Diritto del governo societario*, Padova, Cedam, 2007
- CHIAPPETTA, F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Rivista delle società*, I, 2006, 668
- CHIOSI, A., *L'economia di mercato con piena occupazione permanente e garantita, assunzione obbligatoria e la natura del contratto di lavoro*, in *Rivista internazionale di Scienze sociali*, 1, 1987, 191
- CIAN, M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004
- CIAN, M., *Le competenze decisorie dei soci*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, IBBA, C., MARASÀ, G (diretto da), 2008
- CIAN, M., *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006
- CINCOTTI, C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 C. C.*, in *Banca borsa e titoli di credito*, II, 2004, 221
- CIVITELLI, M., *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1, 2004, 491
- COASE, R., H., *Il problema del costo sociale*, in *Tutti proprietari*, COLOMBATTO, E., (a cura di), Torino, 1980, Biblioteca della Libertà

- COASE, R., H., *La natura dell'impresa*, in *Una introduzione alla storia d'impresa*, AMATORI, F., TONINELLI, P. A. (a cura di), Milano, E.G.E.A., 1999
- COLOMBATTO, E., *Economia di mercato, stato di diritto e intervento pubblico*, in *Biblioteca della Libertà*, n. 40, 1997, 57
- COLOMBO, G. E., *Amministrazione e controllo*, reperibile su www.notarlex.it
- CORAPI, D., *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2001
- CORAPI, D., *I sistemi di amministrazione e controllo nella riforma della società per azioni*, 2007
- CORSI, F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2003, 414
- CORSI, F., *Le nuove società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2003
- COSTI, R., DI CHIO, G., *Società in generale – Società di persone Associazione in partecipazione*, Torino, Utet, 1991
- COSTI, R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Liber Amocorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, PORTALE, (diretto da), Torino, Utet, 2007, I, 733
- COURIR, E., *Limiti alla responsabilità imprenditoriale e rischi dei terzi*, Milano, Giuffrè, 1997
- CUSA, E., *Strumenti finanziari e soci finanziatori nelle cooperative*, in *Rivista della cooperazione*, II, 2003, 165
- D'ALESSANDRO, F., *I titoli di partecipazione*, Milano, Giuffrè, 1968
- D'ALESSANDRO, F., "La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata". Ovvero: esiste ancora il diritto societario?, in *Rivista delle società*, I, 2003, 34
- D'ALESSANDRO, F., *Patrimoni separati e vincoli comunitari*, in *Le società*, 2004, 1061
- D'AMORA S., ISRAEL R., QUARTARO B., QUARTARO G., *Trattato teorico-pratico delle operazioni sul capitale*, Tomo I, Milano, Giuffrè, 2001
- D'AMBROSIO, *I titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Le Società*, 2003, 1344
- D'ATTORRE, G., *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007

DACCÒ, A., *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, Utet, 2004

DE ACUTIS, M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: I principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN, G., (a cura di), Padova, Cedam, 2004, 257

DE BIASI, P., *Burro e cannoni: le alphabet stock*, in *Società*, 2002, 821

DE STASIO, V., sub art. 2468, in *Codice commentato delle s.r.l.*, BENAZZO P., PATRIARCA, S. (diretto da) Torino, 2006

DE VINCENZO, C., *La nuova s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2006

DENOZZA, F., *Analisi economica e diritto delle società per azioni*, in *Analisi economica del diritto privato*, ALPA, G., CHIASSONI, P., PERICU, A., PULITINI, F., RODOTÀ, S., ROMANI, F., (a cura di), Milano, Giuffrè, 1998, 317

DENOZZA, F., *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005

DENOZZA, F., *Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso dei modelli di corporate governance*, in *giurisprudenza commerciale*, II, 2006, 167

DESANA, E., *La sollecitazione all'investimento, i finanziamenti dei soci, i titoli di debito*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 163

DI AMATO, S., *Le azioni di responsabilità nella nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza. commerciale.*, 2003, 305

DI PACE, M., *Il conferimento di opere e servizi: questioni ancora aperte e possibili soluzioni*, in *Le Società*, X, 2003, 1325

DI NARDI, G., *Dimensioni e struttura funzionale del sistema*, in *La dimensione d'impresa nell'economia contemporanea*, Milano, Giuffrè, 1974, 11

DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Milano, Giuffrè, 2005

DI SABATO, F., *Diritto delle società*, Milano, Giuffrè, 2003

DI SABATO, F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2004, 13

DIMUNDO, F., *Commento all'art. 2346 c.c.*, in *La riforma del diritto societario, Società per azioni artt. 2346-2379 ter c.c.*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 1

DONATIVI, V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e pmi*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2008, 205

DONNA, G., *L'impresa multibusiness La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, EGEEA, 2003

EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996

EGIZIANO, L., *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Torino, Giappichelli, 2009

EINAUDI, L., *Sull'economia di mercato*, in *Rivista di Politica economica*, 1997, 89

ENRIQUES, L., *Interessi particolari e scelte pubbliche nella riforma delle società di capitali: più rendite; meno rigidità?*, Intervento al seminario "Riforma del diritto societario e law ed economics" presso l'Università Bocconi, 21 Maggio 2004

ENRIQUES, L., *Gruppi piramidali, operazioni infragruppo e tutela degli azionisti esterni*, in *Rivista delle società*, 2007, 698

ENRIQUES, L., *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2005

ENRIQUES, L., MACEY, J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Rivista delle società*, 1, 2002, 78

FARINA, V., *Società cooperative: capitale sociale, quote, azioni e strumenti finanziari*, in *Rivista del notariato*, V, 2003, 1089

FAZZUTI, E., *sub art. 2468. Quote di partecipazione*, in *La riforma delle società*, SANDULLI M., SANTORO, V., (a cura di), Torino, 2003, 59

FERRANTE, U., *Il problema della qualificazione della società*, Milano, Giuffrè, 1974

FERRARA JR., F., CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 1992

FERRARA JR., F., CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 2009

FERRARINI, G., «Un'azione - un voto»: un principio europeo?, in *Rivista delle società*, 1, 2006, 24

FERRARINI, G., *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Rivista delle società*, I, 2002, 462

FERRARINI, G., MOLONEY, N., *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Rivista delle soiet.*, 2005, 588

FERRI, G., *Delle società Art. 2247 – 2324*, in *Commentario del codice civile*, SCIALOJA, B., BRANCA, G., (a cura di), *Libro quinto – Del Lavoro*, Bologna, Nicola Zanichelli Editore, 1981

FERRI, G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Rivista delle società*, I, 1956, 35

FERRI JR, G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Montagnani, C., (a cura di);

FERRI JR, G., *Il finanziamento societario: profili di qualificazione*, in *Rivista del notariato*, 2002, I, 309

FERRO-LUZZI, P., *Il limite alla emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, let. a, l. n. 262 del 2005)*, in *Rivista delle società*, 1, 2007, 252

FERRO-LUZZI, P., *La diversa assegnazione delle azioni (art. 2346, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 583

FESTA, L., SAPELLI, G., *Capitalismi: crisi globale ed economica italiana, 1929 – 2009*, Milano, Bologna, 2009

FESTA FERRANTE, G., *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista del notariato*, 2008, 1230

FIMMANÒ, F., *Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata*, in *Banca Borsa e titoli di credito.*, 2005, 101

FIMMANÒ, F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2008

FIorentino, A., *Gli organi delle società di capitali Assemblea – Amministratori – Sindaci*, Napoli, Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, 1950

FLICK, G. M., *Gli obiettivi della Commissione per la riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, I, 2000, 1

FOIS, C., *L' autonomia statutaria e i suoi limiti*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN, G., (a cura di), Padova, Cedam, 2004, 107

FONTANA, F., *Strategie di diversificazione e creazione del valore*, Milano, FrancoAngeli, 2009

FORESTIERI, G., *Il nuovo diritto societario e le prospettive della finanza aziendale*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G. (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003

FORTUNATO, S., *I controlli nella riforma delle società*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, RESCIGNO, M., SCIARRONE ALDIBRANDI, A., (a cura di), Milano Giuffrè, 2004

FORTUNATO, S., *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2002, 728

FORTUNATO, S., *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cian, G., 8° cura di), Padova, Cedam, 2004, 267

FRÈ, G., *Società per azioni. Art. 2325 – 2461*, in *Commentario del codice civile*, SCIALOJA, A., BRANCA, G., (a cura di), Bologna, Zanichelli, 1982

GALGANO, F., *Diritto commerciale. Edizione compatta. L'imprenditore – Le società*, Bologna, Zanichelli, 2003

GALGANO, F., GENGHINI, R., *Il nuovo diritto societario, Volume XXIX, Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 2003

GALGANO, F., *La società per azioni Le altre società di capitali Le cooperative*, Bologna, Zanichelli, 1973

GALGANO, F., *Le società in genere Le società di persone*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L., (GIÀ DIRETTO DA), SCHLESINGER, P., (continuato da), Milano, Giuffrè, 2007

GAMBA, C., *Diritto societario e ruolo del giudice*, Padova, Cedam, 2008

GAMBINO, A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1, 378

GAMBINO, A., *Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma*, in *Rivista del notariato*, I, 2002, 279

GAMBINO, A., *Impresa e società*, Torino, Giappichelli, 2007

GAMBINO, A., *Limitazione di responsabilità, personalità giuridica e gestione societaria*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet

GAMBINO, A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2002, 641

GATTI, S., *Libertà e contrappesi nella costituzione delle società di capitali e nelle partecipazioni sociali*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 489

GELATO, E., *Gruppi e società uni personali: note sulla limitazione della responsabilità nella s.r.l. monosocio*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 1996, 674

GENCO, R., *La struttura finanziaria*, in *La riforma delle società cooperative*, GENCO, R., (a cura di), Ipsoa, 2003, 57

GHEZZI, F., *Commento all'art. 137 T.U.F.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario, Tomo II*, MARCHETTI, P., BIANCHI L. A., (a cura di), Milano, Giuffrè, 1999

GIAMPAOLINO, C. F., *Le azioni speciali*, Milano, Giuffrè, 2004

GIANNELLI, *Commento sub articolo 2447-ter*, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, 2004

GIANNELLI, G., *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 239

GIANNELLI, G., *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, 163

GINEVRA, E., *La nuova disciplina del capitale sociale*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, II, 2004, 496

GIORDANO, D., *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2006

GIUSTI, M., *Fondamenti di diritto dell'economia*, Padova, Cedam, 2008

GRAZIANI, A., MINERVINI, G., *Manuale di diritto commerciale*, Morano Editore, 1974

GROSSO, P., *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Le Società*, X, 2003, 1308

GROSSO, P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 1999

GUGLIELMO, R., *Società unipersonali e patrimoni destinati*, in *Rivista del notariato*, III, 2004, 613

HICKS, J., R., *Valore e capitale*, Torino, Utet, 1959

IACCARINO, G., *Attribuzione del diritto di voto non proporzionale alla partecipazione sociale*, in *Le società*, 1, 2008, 31

IBBA, C., *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN, G., (a cura di), Padova, Cedam, 2004

IBBA, C., *Pubblicità e responsabilità nella s.r.l. unipersonale*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 267

INZITARI, B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Contratto e impresa*, 2003, 164

IOZZO, F., *I sistemi di amministrazione nella s.r.l.*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 413

IRACE, A., *La responsabilità per atti di eterogestione*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 181

JAEGER, P., G., DENOZZA, F., TOFFOLETTO, A., *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006

JAEGER, P. G., *Considerazioni parasistematiche sui controlli e sui gruppi*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 477

JAEGER, P. G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2000, 795

JORIO, A., *Le procedure concorsuali tra tutela del credito e salvaguardia dei complessi produttivi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1994, 492

KRAAKMAN, R., DAVIES, P., HANSMANN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., ROCK, E., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2004

LA PORTA, U., *Dal tipo contrattuale al modello di società: autonomia contrattuale e norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Le società*, 1/2002, 12

LA ROSA, F., *Patrimoni e Finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Milano, Giuffrè, 2007

LAMANDINI, M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2003, 519

- LAMANDINI, M., *I patrimoni destinati nell'esperienza societaria. Prime note sul D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 491
- LAMANDINI, M., *La riforma della struttura finanziaria delle cooperative: azioni e ibridi verso la quotazione*, *Intervento al Convegno su Gli statuti delle cooperative dopo la riforma del diritto societario*, Bologna 7 febbraio 2003, reperibile sul sito www.associazionepreite.it
- LAMANDINI, M., *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *Rivista delle società*, I, 2002, 139
- LAMANDINI, M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001
- LAUDONIO, A., *Strumenti finanziari inerenti a patrimoni destinati ad uno specifico affare: ricostruzione di una categoria*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 1, 2005, 125
- LENER, R., *Commento all'art. 2377 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Volume I artt. 2325-2379 ter c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004, 545
- LENER, R., TUCCI, A., (a cura di) *Le società di capitali – L'assemblea nelle società di capitali*, in *Trattato di diritto privato*, BESSONE, M., (diretto da), 2001
- LENZI, R., *I patrimoni destinati: costruzione e dinamica dell'affare*, in *Rivista notarile*, 2003, 543
- LEOZAPPA, A. M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 2008
- LEOZAPPA, A. M., *Nomina alle cariche sociali e categorie azionarie*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1996, I, 800
- LIBONATI, B., *Diritto commerciale Impresa e società*, Milano, Giuffrè, 2005
- LIBONATI, B., *L'impresa senza equilibrio*, reperibile su www.lavoce.info
- LO CASCIO, G., PROTO, C., PLATANIA, A., G., PLATANIA, F., *Società per azioni Obbligazioni, deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni, recesso, operazioni sul capitale*, in *La riforma del diritto societario*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2007
- LO IACONO, G., MARCOZ, G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Rivista del notariato*, 2008, 307
- LUONI, Art. 2483, in *Il nuovo diritto societario*, di COTTINO, G., BONFANTE, G., CAGNASSO, O., MONTALENTI, P., (a cura di), Bologna, 2004

MAGLIULO, F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Ipsoa, 2004

MAINO, R., *Credito e mercato dopo la crisi: appunti per regole e regolatori*, in *Bancaria*, n. 2, 2009, 32

MANTOVANI, G., M., *Rischio e valore dell'impresa, L'approccio contingent claim della finanza aziendale*, Milano, Egea, 1998

MALTONI, M., sub art. 2468 (*Quote di partecipazione*), in *Il nuovo diritto delle società*, MAFFEI ALBERTI, A., (a cura di), Padova, Cedam, 2004

MANZO, G., sub art. 2479, in *La riforma del diritto societario*, LO CASCIO, G., (a cura di), Milano, 2003

MANZO, G., SCIONTI, G., *Patrimoni dedicati e azioni correlate: cellule fuori controllo?*, in *Società*, 2003, 1335

MARANO, M., *La struttura di gruppo nell'economia dell'impresa*, Padova, Cedam, 1998

MARASÀ, G., *Maggioranza e unanimità nelle modificazioni dell'atto costitutivo della s.r.l.*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004

MARCHETTI, C., *La "nexus of contracts" theory*, Milano, Giuffrè, 2000

MARCHETTI, P., *Alcuni lineamenti generali della riforma*, Testo dell'intervento al Convegno di studi sul tema "*Verso il nuovo diritto societario. Dubbi e attese*", Firenze, 16 Novembre 2002

MARCHETTI, P., *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Rivista delle società*, I, 2000, 562

MARTORANO, F., *Commenti agli artt. 2348, 2349 c. c. .*, in *La riforma delle società. Società per azioni e società in accomandita per azioni*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Tomo I, Torino, Giappichelli, 2004, rispettivamente 137, 139

MARULLI, M., *La delega gestoria tra regole di corporate governance e diritto societario riformato*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2005, 85

MASERA, R., *Intermediari, mercati e finanza d'impresa*, Editori Laterza, 1991

MASERA, R., *L'impresa e la creazione di valore*, in *Finanza Impresa e Nuovo Umanesimo*, CAPRIGLIONE, F., (a cura di), Bari, Cacucci Editore, 2007

MAUGERI, M., *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 1292

MAUGERI, M., *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Rivista delle società*, 2004, 1500

MELI, V., *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, Utet, 2004

MELIS, A., *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Milano, Giuffrè, 2002

MESSORI, M., *Il nuovo diritto societario: una prima valutazione in chiave economica*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 279

MICOSSI, S., BELCREDI, M., *Una poltrona per la minoranza*, reperibile su ww.lavocoe.info

MIGNONE, G., *Commenti Art. 2346, comma 6, Art. 2349, comma 2, Art. 2351, comma 5*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, d.lgs. 17 gennaio 2033 n.5, d.lgs. 11 aprile 2002, n.61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, COTTINO, G., (diretto da), Bologna, Zanichelli, 2004, rispettivamente 235, 289, 331

MIGNONE, G., *Commento Artt. 2447 bis – 2447 novies c.c.*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, d.lgs. 17 gennaio 2033 n.5, d.lgs. 11 aprile 2002, n.61 (art. 1), Artt. 2325- 2409 c.c.*, COTTINO, G., (diretto da), Bologna, Zanichelli, 2004, 1623

MIGNONE, G., *Tracking shares e Actions reflex come modelli per le nostre azioni correlate*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2003, 610

MIOLA, M., *Capitale sociale e conferimenti nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2004, 657

MIOLA, M., *Gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti, in I beni in natura conferibili, Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G. E., PORTALE, G., (diretto da), Volume 1***, Torino, Utet, 2004, 259

MIOLA, M., *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Rivista delle società*, 6, 2005, 1199

MONTAGNANI, C., *Commenti agli artt. 2370 e 2374 c.c.* , in *Società di capitali. Commentario*, Volume I artt. 2325-2379 ter c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004, rispettivamente 495, 517

MONTAGNANI, C. *Informazioni e controlli nelle nuove società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2009

MONTAGNANI, C., *La fattispecie costitutiva*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 27

MONTAGNANI, C., *Responsabilità limitata ed assunzione di responsabilità personale nel diritto delle società*, Padova, Cedam, 1988

MONTALENTI, P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Rivista delle società*, 2007, 317

MONTALENTI, P., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Rivista delle società*, 2008, 38

MONTALENTI, P., *La riforma del diritto societario nel progetto della Commissione Mirone*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2000, 378

MONTALENTI, P., *La riforma delle società di capitali: prospettive e problemi*, in *Le Società*, II bis, 2003, 341

MONTANARI, M., *Impresa e responsabilità Sviluppo storico e disciplina positiva*, Milano, Giuffrè, 1990

MORANDI, sub art. 2475 in *Il nuovo diritto delle società*, MAFFEI, ALBERTI , A., (a cura di), Padova, Cedam, 2005

MORO VISCONTI, G., *Responsabilità limitata dei soci ed illimitata degli organi societari nelle società di capitali*, Milano, Pirola Editore, 1977

MOSCO, G. D., *Commenti agli artt. 2380 e 2380 bis c.c.* , in *Società di capitali. Commentario*, Volume II artt. 2380-2448 c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004, rispettivamente 579, 588

MOSCO, G., D., *Funzione amministrativa e sistemi di amministrazione*, scritto inedito, consultato per concessione dell'autore e destinato al *Trattato delle società a responsabilità limitata*, IBBA, C., MARASÀ; G., (diretto da)

MOSCO, G. D., *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000

MOSCO, G. D., *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato da riparare in fretta*, in *Rivista delle società*, IV, 2004, 863

MOSCO, G.D., *Nuovi modelli di amministrazione e controllo e ruolo dell'assemblea*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., Milano, Giuffrè, 2003, 121

MOSCO, G. D., *Osservazioni sulla riforma "Mirone"*, 18.2.2000

MOSCO, G. D., *Rafforzamento dei controlli interni e indebolimenti sistematici degli organi di sorveglianza*, in *Analisi giuridica dell'economia*, I, 2006, 38

MOSCO, G. D., *Riforma societaria, organizzazione interna delle società per azioni chiuse e piccole e medie imprese*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 1079

MOZZARELLI, M., *Decisioni dei soci e profili di responsabilità degli amministratori nel confronti della s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2008, 409

MUCCIARELLI, F., *Compagine azionaria e interesse sociale nella giurisprudenza dei Paesi di common law*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2003, 647

MUCCIARELLI, F. M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Rivista delle società*, I, 2004, 180

MÜLBERT, P. O., *Make it or break it: The break-trough rule as a break-trough for the european takeover directive?*, 2003, reperibile su www.ecgi.org

NAZZICONE, L., *Le società unipersonali*, Milano, Giuffrè, 1993

NICCOLINI, G., *Il capitale sociale minimo*, Milano, Giuffrè, 1981

NIGRO, A., *La società a responsabilità limitata nel nuovo diritto societario: profili generali*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 3

NIGRO, A., *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in *Rivista delle società*, IV, 2004, 881

NIUTTA, A., *Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447/bis, I comma, lett. A): un nuovo mezzo di finanziamento nel diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 235

NOTARI, M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2003, 545

- NOTARI, M., *Diritti particolari dei soci e categorie speciali di partecipazioni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, PRESTI, G., RESCIGNO, M., STANGHELLINI, L., (a cura di), 2, 2003
- NOTARI, M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 593
- NUZZO, A., *Il vincolo di voto nella società per azioni*, Luiss-Ceradi, 1992
- NUZZO, A., *sub art. 2479*, in *Società di capitali*, NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004
- OLIVIERI, G., *Costi e benefici dei nuovi modelli di amministrazione e controllo*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, SCOGNAMIGLIO, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 69
- OLIVIERI, G., *Investimenti e finanziamenti nelle società di capitali*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2008
- ONIDA, P., *Le dimensioni del capitale di impresa*, Milano, Giuffrè, 1951
- OPPO, G., *Potere e responsabilità nella riforma delle società per azioni*, in *Impresa e società*, BASSI, A., BELVISO, U., BOCCHINI, E., BUONUOMO, D., DI SABATO, F., LAURINI, G., SANDULLI, M., (a cura di), Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2006, 743
- OPPO, G., *Vario diritto, Scritti giuridici VII*, Padova, Cedam, 2005
- PACIELLO, A., *La struttura finanziaria della s.p.a. e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2002, 155
- PACIELLO, A., *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, MONTAGNANI, C., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2004, 219
- PALEA, V., *La valutazione del rischio d'impresa: logica e metodologia dell'analisi finanziaria*, Torino, Giappichelli, 2007
- PALMIERI, M., *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2, 2006, 293
- PARRELLO, F., *sub art. 2475*, in *La riforma delle società*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Torino, 2003
- PATRIARCA, S., *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2004, 330

- PATRIARCA, S., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, Giuffrè, 2005
- PATRIARCA, S., *Le azioni di godimento*, Padova, Cedam, 1992
- PAVONE LA ROSA, A., *La disciplina della grande impresa tra disciplina della struttura societaria e disciplina del mercato finanziario*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 1999, 137
- PAVONE LA ROSA, A., *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Rivista delle società*, 1982, 705
- PENATI, A., *Governo societario, tutela degli investitori ed efficienza del mercato dei capitali*, in *Banca Impresa Società*, n. 3, 2004
- PENROSE, E., T., *La teoria dell'espansione dell'impresa*, Milano, Franco Angeli Editore, 1959
- PERLINGERI, P., CASUCCI, F., (a cura di), *Le riforme del diritto societario*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2004
- PERRINO, M., *La rilevanza del socio nella s.r.l.: recesso, diritto particolari, esclusione*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 810
- PERRINO, M., *Rilevanza del socio nella s.r.l. : recesso, diritti particolari, esclusione*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 105
- PERRONE, A., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2004
- PERUGINO, S., *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Le Società*, VIII, 2004, 941
- PESCATORE, S., *La società per azioni*, in *La riforma del diritto societario. Commento ai d.lgs. n. 5-6 del 17 gennaio 2003*, BUONOCORE, V., (a cura di), Torino, Giappichelli, 2003
- PETRETTO, A., *Economia pubblica e Unione Europea*, Bologna, Il Mulino, 2002
- PICONE, F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2003, 755
- PIGNOLO, P., *La gestione e la ritenzione del rischio d'impresa*, Milano, Angeli Editore, 2002
- PILOTTI, L., *L'impresa post manageriale – Oltre la separazione fra proprietà e controllo, fra rischio e potere*, Milano, E.G.E.A., 1991

PINNARÒ, M., sub art. 2468, in *Società di capitali, Commentario*, NICCOLINI G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004

PINTO, V., *Funzione amministrativa e diritti dei soci*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2008

PISANI MASSAMORMILE, A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, II, 2003, 1268

PISANI MASSAMORMILE, A., *Conferimenti in s.p.a. e formazione del capitale*, Jovene editore, 1992

PISANI MASSAMORMILE, A., *Minoranze "abusi" e rimedi*, Torino, Giappichelli, 2004

POMELLI, A., *Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008, 510

PORTALE, G., *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1970

PORTALE, G., *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Rivista delle società*, I, 2002, 146

PORZIO, *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Rivista delle società*, 2004, 1189

PRESTI, G., *Cooperative e modellismo giuridico, Intervento al Convegno su Gli statuti delle imprese cooperative dopo la riforma del diritto societario*, Bologna, 7 febbraio 2003, reperibile sul sito www.associazionepreite.it

PRESTI, G., *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Le società*, II bis, 2003, 323

PORTALE, G., *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Le Società*, II bis, 2003, 261

PRESTI, G., *La riforma e le società quotate*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, I, 2004, 41

PRESTI, G., *Le nuove ricette del diritto societario*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 3

PUGLIESE, F., *Il conferimento in società*, Milano, Giuffrè, 2004

RABITTI BEDOGNI, C., *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, II, 2004, 185

RACUGNO, G., *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, V, 2004, 559

RAGUSA MAGGIORE, G., *Le società di capitali. La società per azioni. Formazione della società per azioni*, in *Trattato delle società*, Padova, Cedam, 2003

RAGUSA MAGGIORE, G., *Le società in generale. La società di persone*, in *Trattato delle società*, Padova, Cedam, 2000

REBOA, M., *Proprietà e controllo di impresa, Aspetti di corporate governance*, Milano, Giuffrè Editore, 2002

REGOLI, D., *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Rivista delle società*, 2008, 382

RESCIGNO, M., *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture e incertezze: una primariflessione*, in *Le Società*, 2003, 333

RESCIGNO, M., *Soci e responsabilità nella nuova s.r.l.*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, PRESTI, G., RESCIGNO, M., STANGHELLINI, L., (a cura di), 2, 2003

RESCIO, G. A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 107

RESCIO, G. A., *L'assemblea nel progetto di riforma delle società di capitali*, reperibile su www.notarlex.it

REVIGLIONO, P., sub art. 2468. *Quote di partecipazione*, in *Il nuovo diritto societario*, COTTINO G., BONFANTE, G., CAGNASSO, O., MONTALENTI, P., (diretto da), Bologna, 2004

RICARDI, A., *I diritti dei soci nelle società di capitali*, Trieste, 1991

RIMINI, E., *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equità kickers e convenants*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2008, 1065

RITTATORE VONWILLER, A., IPPOLITO, M., *I gruppi societari, Il loro governo nella normativa civilistica, tributaria, finanziaria e relativi aspetti applicativo-operativi*, Milano, Giuffrè, 2006

RIVOLTA, G., C., M., *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1965

RIVOLTA, G. C. M., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, CICU, A., MESSINEO, F., (già diretto da), MENGONI, L., (continuato da), *Volume XXX, t. I*, Milano, Giuffrè, 1982

- ROGGI, O., *Rischio d'impresa, valore e insolvenza, Aspetti teorici e processi di gestione del rischio*, Milano, FrancoAngeli, 2008
- ROMAGNOLI, G., *Corporate Governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2002, 351
- ROMANI, M., *Teoria economica ed azione sindacale: dall'economia di mercato all'economia mista*, in *Il pensiero economico moderno*, n. 3, 1999
- RONDINONE, N., *I gruppi di imprese fra diritto comune e diritto speciale*, Milano, Giuffrè, 1999
- RORDORF, R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2007
- RORDORF, R., *I sistemi di amministrazione e controllo nella nuova s.r.l.*, in *Le Società*, 2003, 66
- ROSAPEPE, R., *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale.*, I, 2003
- ROSSI, A., *S.r.l. unipersonale e tramonto dello scopo lucrativo*, in *Rivista delle società*, 2007, 115
- ROSSI, G., STABILINI, A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, I, 2003, 1
- ROSSI, S., *Deformalizzazione delle funzioni gestorie e perimetro della responsabilità da gestione nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 2004, 1060
- ROSSI, S., *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 1997
- ROSSI, S., *La nomina degli amministratori nelle società quotate*, in *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, DE ANGELIS, L., RONDINONE, N., (a cura di), Torino, Giappichelli, 2008, 43
- RULLANI, E., *Il nuovo ruolo della piccola impresa*, in *Quale società della piccola impresa*, FELTRIN, P., (a cura di), Roma, La Nuova Italia Scientifica, 1997, 29
- RUFFOLO, G., *La grande impresa nella società moderna*, Torino, Einaudi, 1967
- SACCHI, R., *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a.*, Torino, Utet, 1990
- SALAFIA, V., *Il conferimento di opere e servizio secondo la riforma societaria*, in *Le Società*, XII, 2003, 1576
- SALAFIA, V., *Titoli di partecipazione e di debito*, in *Le Società*, III, 2004, 281

SALANITRO, N., *La capitalizzazione e crisi economica*, Paper presentato in occasione del Convegno su “*Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*” (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010)

SALANITRO, N., *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2008, I, 1

SALANITRO, N., *Profili sistematici della società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2005

SALVATORE, L., *L'organizzazione corporativa nella nuova s.r.l.: amministrazione, decisione dei soci e il ruolo dell'autonomia privata*, in *Contratto e impresa*, 2003, 3, 238

SAMUELSON, P., A., NORDHAUS, W., D., *Economia*, Milano, McGraw-Hill Libri Italia S.r.l., 1995

SANDULLI, M., *Le decisioni dei soci*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 225

SANFILIPPO, P. M., *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2000

SANTAGATA, G., *Strumenti finanziari partecipativi a specifici affari e tutela degli investitori in patrimoni destinati*, in *Banca Borsa ecc.*, 2005, 3

SANTARELLI, U., *Mercanti e società tra mercanti*, Torino, Giappichelli, 1992

SANTINI, G., *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile*, SCIALOJA, A., BRANCA, G., (a cura di), Bologna, Zanichelli, 1984

SANTONI, G., *Etica della società per azioni e misure recenti di moralizzazione del governo societario*, in *Finanza Impresa e Nuovo Umanesimo*, CAPRIGLIONE, F., (a cura di), Bari, Cacucci Editore, 2007

SANTONI, G., *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, Utet, 2004

SANTORO, V., *Commenti agli artt. 2346 e 2351*, in *La riforma delle società. Società per azioni e società in accomandita per azioni*, SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), Tomo I, Torino, Giappichelli, 2004, rispettivamente 125, 146

SANTORO, V., *I conferimenti e le quote nella società a responsabilità limitata*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, SANTORO, V., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 71

SANTORO, V., *Il tentativo di funzionalizzazione dell'impresa bancaria, Alcune osservazioni*, Paper presentato in occasione del Convegno su "Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi" (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010)

SANTOSUOSSO, V., *La riforma del diritto societario*, in *Le nuove leggi civili, Prima interpretazione*, Milano, Giuffrè, 2003, 111

SANTOSUOSSO, D. U., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, Giuffrè, 2003

SANTOVITO, S., *La gestione dei rischi d'impresa: tecniche di copertura, struttura operativa e finanziaria*, in SCICUTELLA, M., *La gestione d'impresa*, Bari, Cacucci Editore, 2006

SANTUS, A., DE MARCHI, G., *Sui "particolari diritti" del socio nella nuova s.r.l.*, in *Rivista del notariato.*, 2004, 84

SANZO, S., *Le decisioni dei soci*, in *le nuove s.r.l.*, SARALE, M., (diretta da), Torino, Zanichelli, 2008, 333

SARALE, M., *Commento Art. 2420 bis c.c.*, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, d.lgs. 17 gennaio 2003, n.5, d.lgs. 11 aprile 2002, n.61 (art 1), Artt. 2409 bis-2483 c.c.*, COTTINO, G., (diretto da), Bologna, Zanichelli, 2004, 1295

SARALE, M., *Le società per azioni Obbligazioni*, Torino, Utet, 2000

SCANO, A. D., *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, Paper presentato in occasione del Convegno su "Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi" (Roma, Università di Roma Tre, 29-30 gennaio 2010)

SCICUTELLA, M., *La gestione d'impresa*, Bari, Cacucci Editore, 2006

SCIUTO, M., *Autonomia statutaria e coefficienti di personalizzazione della quota nella s.r.l. artigiana*, in *Riv. dir. soc.*, 2, 2009

SCIUTO, M., SPADA, P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO, G., E., PORTALE, G., B., Volume 1*, Torino Utet, 2004

SCOGNIAMIGLIO, G., *La disciplina della s.r.l. unipersonale: profili ricostruttivi*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 237

SELLERI, L., *L'impresa e il rischio: introduzione all'Enterprise risk management*, Milano, I. S., U. Università Cattolica, 2006

SERRA, A., *Le forme di finanziamento*, in *La riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2004

SFAMENI, P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008

SICLARI, D., *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, n. 1, 2009, 45

SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, Cedam, 1959

SPADA, P., *C'era una volta la società*, in *Rivista del notariato*, I, 2004, 1

SPADA, P., *L'amministrazione nella società a responsabilità limitata dopo la riforma organica del 2003*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, SCOGNAMIGLIO, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003

SPADA, P., *L'emissione dei titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Impresa e società*, BASSI, A., BELVISO, U., BOCCHINI, E., BUONUOMO, D., DI SABATO, F., LAURINI, G., SANDULLI, M., (a cura di), Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2006, 1125

STAGNO D'ALCONTRES, A., *Commenti agli artt. 2346, 2349, 2350, 2351 e 2376 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, Volume I artt. 2325- 2379 ter c.c., NICCOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., (a cura di), Jovene editore, 2004, rispettivamente 251, 284, 299, 301, 537

STANGHELLINI, L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bolognba, Il Mulino, 2007

STELLA, P., *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008

STELLA RICHTER JR M., *Linee generali della riforma del diritto delle società di capitali: prime notazioni*, in *Studium Iuris*, 2003, 1163

STIGLITZ, J. E., *Informazione, economia pubblica e macroeconomia*, Bologna, Il Mulino, 2002

TASSINARI, F., *La società a responsabilità limitata con un unico socio*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 743

TATTARA, G., *Piccola impresa, tecnologia e investimenti*, in *Quale società della piccola impresa*, FELTRIN, P., (a cura di), Roma, La Nuova Italia Scientifica, 1997, 57

TEDESCHI, C., *"Potere di orientamento" dei soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005

- TEDESCHI, F., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 1980, 834
- TERRANOVA, G., *Riserve, dividendi e ristorni nelle cooperative: scopo mutualistico e problemi di sottocapitalizzazione dell'impresa*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, VI, 2004, 1213
- TOMBARI, U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Rivista delle società*, II, 2002, 1062
- TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, V, 2004, 1082
- TOMBARI, U., *Nuovi strumenti di finanziamento nella s.p.a.: gli "strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali ed amministrativi" (art. 4, sesto comma, lettera c)*, reperibile sul sito www.associazionepreite.it
- TOMBARI, U., *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2004, 61
- TOMBARI, U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, I, 2006, 143
- TRIMARCHI BANFI, F., *Lezioni di diritto pubblico dell'economia*, Torino, Giappichelli, 2009
- TUCCI, A., *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti – L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano, Giuffrè, 2003
- VASSALLI, F., *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione nelle società personali*, Milano, Giuffrè, 1974
- VELLA, F., *Il fantasma del cda*, reperibile su www.lavoce.info
- VIETTI, M., *Le linee guida della riforma del diritto societario*, in *Le Società*, II bis, 2003, 266
- VIGO, R., *Decisioni dei soci: competenze*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004

- VIOLETTA, M., *Amministratore di società*, Milano, Edizioni Fag, 2007
- VISENTINI, G., *Economia mista ed economia di mercato: il caso italiano*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2001, 54
- VISENTINI, G., *Gestione amministrativa delle crisi bancarie*, in *Le crisi bancarie in Italia: un approccio interdisciplinare*, Roma, 1998, Luiss University Press
- VISENTINI, G., *I principi della società per azioni come istituto giuridico delle economie di mercato: confronti con la recente riforma*, in *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, PANZIRONI, V., (a cura di), Roma, Luiss University Press, 2004
- VISENTINI, G., *Le riforme dell'economia hanno tradito le regole del mercato, e così oggi sta accadendo per il fallimento*, disponibile su www.archivioceradi.it
- VISENTINI, G., *Lo stato nell'economia neoliberale*, disponibile su www.archivioceradi.it
- VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006
- VISENTINI, G., *Tre lezioni, L'evoluzione del sistema finanziario italiano. I problemi attuali, La legalità nell'organizzazione dell'economia, Etica e affari*, Roma, Luiss Ceradi, 1995
- WEIGMANN, R., *Dalla società per azioni alla società per carati*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., (a cura di), Milano, Giuffrè, 2003, 169
- WEIGMANN, R., *La revoca degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004
- ZAMPERETTI, G. M., *La società unipersonale a responsabilità limitata. Organizzazione interna e procedimenti decisionali*, Milano, Giuffrè, 1996
- ZANARDO, A., *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, I, 738
- ZANARONE, G., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, ABBADESSA, P., PORTALE, G. B., (diretto da), Torino, Utet, 2004, 55
- ZANARONE, G., *La tutela dei soci di minoranza nella nuova s.r.l.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN, G., (a cura di), Padova, Cedam, 200

ZANDA, G., *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Milano, Giuffrè, 1974

ZAPPA, G., *Le produzioni nell'economia delle imprese, Vol. I*, Milano, Giuffrè, 1956

ZIGNANI, A., *Le modifiche statutarie nelle cooperative*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, II, 2004, 587

ZOPPINI, A., *Due note in tema di interesse sociale e finanziamento delle società per azioni*, in *Quaderni della Rivista di diritto civile*, Padova, Cedam, 2003, 275