

Il Dipartimento Jonico in “Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture” (DJSGE) è il primo dipartimento dell’Università degli Studi di Bari Aldo Moro con sede a Taranto. Esso nasce dall’aggregazione di docenti e ricercatori della II Facoltà di Giurisprudenza, della II Facoltà di Economia, dei corsi di laurea in Scienze della Formazione (Facoltà di Scienze della Formazione) e in Scienze Infermieristiche (Facoltà di Medicina) di Taranto intorno a tematiche di ricerca e di formazione rispondenti alla vocazione mediterranea dell’area ionica: ambiente, tutela della salute e del territorio, diritti ed economie del mare, valorizzazione dei saperi e delle culture dello spazio euro-mediterraneo.

La monografia ha per oggetto lo studio degli strumenti finanziari partecipativi emessi dalla s.p.a. e l’analisi dell’impatto prodotto dai diritti patrimoniali ed anche amministrativi attribuiti dagli stessi sulle posizioni endo-organizzative dei soci e sulle regole di *governance* della s.p.a.

Le fonti di diritto positivo, concepite a maglie larghe, lasciano ampio spazio all’autonomia statutaria ed espongono al rischio di vedere alterati gli ordinari meccanismi gestionali e di governo della s.p.a. che potrebbero restare appannaggio dei finanziatori partecipativi piuttosto che dei soci in una visione prettamente finanziaria del fenomeno societario.

La ricerca, dopo l’analisi e la sistemazione tipologica delle diverse fattispecie di strumenti finanziari partecipativi di s.p.a., mira a dimostrare come l’unico argine al completo stravolgimento della *governance* della s.p.a. sia rappresentato, in mancanza di divieti espliciti, dai limiti di sistema immanenti al diritto societario che trovano il loro precipitato nello scopo lucrativo e nel divieto di patto leonino.

I richiamati principi assicurano che la dimensione finanziaria del fenomeno societario non porti mai ad inaccettabili alterazioni delle posizioni giuridiche soggettive dei soci o, addirittura, ad una pretermissione delle loro prerogative gestorie rispetto a quelle dei titolari di strumenti finanziari partecipativi che rimangono pur sempre finanziatori, sebbene partecipativi, della società.

I limiti di sistema forniscono inoltre preziose indicazioni per l’enucleazione di un criterio di ponderazione dei voti dei titolari di strumenti finanziari partecipativi e dei voti degli azionisti coerente con la supremazia dello *status socii* che informa tuttora il diritto delle società di capitali.

ISBN 979-12-5965-066-5 ISSN 2724-6698



9 791259 650665



9 770272 466989

€ 40,00



Francesco Sporta Caputi

Gli strumenti finanziari partecipativi tra esigenze del finanziamento societario e problemi di governance

54

DJSGE Collana del Dipartimento Jonico in “Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture”



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI DI BARI
ALDO MORO

Francesco Sporta Caputi

Gli strumenti finanziari partecipativi tra esigenze del finanziamento societario e problemi di *governance*

Francesco Sporta Caputi è dottore di ricerca in diritto commerciale e dall’a.a. 2013-2014 è professore a contratto di diritto commerciale nel Corso di laurea in Scienze e Gestione delle Attività Marittime del Dipartimento Jonico in “Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente e culture” dell’Università degli studi di Bari “Aldo Moro”. È laureato in Economia e commercio ed in Giurisprudenza e da circa un ventennio si dedica all’attività di ricerca nell’ambito del diritto commerciale, approfondendo le tematiche della struttura finanziaria della s.p.a, dei finanziamenti anomali nelle s.r.l., della crisi d’impresa e degli strumenti negoziali di gestione della crisi alternativi al fallimento, dei mercati finanziari e della responsabilità civile degli intermediari finanziari, del diritto contabile e dei principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Ha svolto attività di ricerca nella qualità di assegnista di ricerca in diritto commerciale presso università italiane (Università degli studi del Salento - Facoltà di economia “Antonio de Viti de Marco; Università degli studi di Bari “Aldo Moro” - Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente e culture”), nonché presso università straniere (Universidad de Valladolid – Facultad de Derecho).

È stato *Visiting Professor* di *Derecho Mercantil* nel corso di laurea in *Derecho* (Grado) e nel corso di laurea in *Administración y Dirección de Empresas* (Grado) presso l’Universidad de Valladolid – Facultad de Derecho ove ha svolto lezioni e seminari in lingua spagnola.

È docente in Master universitari di I e II livello nonché relatore in convegni di studio nazionali ed internazionali.

È autore di numerosi saggi giuridici, contributi in opere collettanee, commenti, note a sentenza, atti e comunicazioni a convegni di studio.



CACUCCI
EDITORE

Francesco Sporta Caputi

**Gli strumenti finanziari partecipativi
tra esigenze del finanziamento
societario e problemi di *governance***



CACUCCI
EDITORE
2021

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

© 2021 Cacucci Editore - Bari

Via Nicolai, 39 - 70122 Bari - Tel. 080/5214220

<http://www.cacuccieditore.it> e-mail: info@cacucci.it

Ai sensi della legge sui diritti d'Autore e del codice civile è vietata la riproduzione di questo libro o di parte di esso con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, per mezzo di fotocopie, microfilms, registrazioni o altro, senza il consenso dell'autore e dell'editore.

**Collana del Dipartimento Jonico in “Sistemi Giuridici
ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture”
Università degli Studi di Bari “Aldo Moro”**

1. Francesco Mastroberti (*a cura di*)

La “Testa di Medusa”. Storia e attualità degli usi civici

2. Francesco Mastroberti, Stefano Vinci, Michele Pepe

Il *Liber Belial* e il processo romano-canonico in Europa tra XV e XVI secolo

3. Bruno Notarnicola, Antonio Felice Uricchio, Giuseppe Tassielli, Pietro Alexander Renzulli, Gianluca Selicato

Elaborazione di un modello di applicazione dei principi e degli strumenti dell’ecologia industriale ad un’area vasta

4. Fabio Caffio, Nicolò Carnimeo, Antonio Leandro

Elementi di Diritto e Geopolitica degli spazi marittimi

5. Aurelio Arnese

Usura e *modus*. Il problema del sovraindebitamento dal mondo antico all’attualità

6. Antonio Uricchio (*a cura di*)

Azione di contrasto della pirateria: dal controllo dei mari a quello dei flussi finanziari

7. Andrea Buccisano

Assistenza amministrativa internazionale dall’accertamento alla riscossione dei tributi

8. Stefano Vinci

Regimento et governo. Amministrazione e finanza nei comuni di Terra d’Otranto tra antico e nuovo regime

9. Francesco Mastroberti

Costituzioni e costituzionalismo tra Francia e Regno di Napoli (1796-1815)

10. Mario Angiulli

I contributi consortili tra beneficio e capacità contributiva

11. Salvatore Antonello Parente

Criteri di deducibilità delle passività e limiti quantitativi del tributo successorio

12. Antonio Felice Uricchio (*a cura di*)

L’emergenza ambientale a Taranto: le risposte del mondo scientifico e le attività del polo “Magna Grecia”

13. Paolo Pardolesi

Profili comparatistici di analisi economica del diritto privato

14. Danila Certosino

Mediazione e giustizia penale

15. Piergiuseppe Otranto

Internet nell’organizzazione amministrativa. Reti di libertà

16. Antonio Felice Uricchio, Mario Aulenta, Gianluca Selicato (*a cura di*)

La dimensione promozionale del fisco

17. Claudio Sciancalepore

Cambiamenti climatici e *green taxes*

18. Paola Caputi Iambrenghi

La funzione amministrativa neutrale

19. Francesco Scialpi

REF canario e zone franche: la leva fiscale al servizio delle *environmental policy*

20. Michele Indelicato

Neuroscienze e scienze umane

21. Federico Lacava, Piergiuseppe Otranto, Antonio Uricchio (a cura di)

Funzione promozionale del diritto e sistemi di tutela multilivello

22. Nicolò Carnimeo

Fuoco a bordo. *Safety management*, ruoli e responsabilità nel trasporto marittimo passeggeri

23. Aurelio Arnese

La *similitudo* nelle *Institutiones* di Gaio

24. Paola Marongiu

La responsabilità civile dell'Amministrazione finanziaria fra passato e presente

25. Angelica Riccardi

Disabili e lavoro

26. Filippo Varazi

Appunti sulla riferibilità soggettiva delle sanzioni amministrative tributarie

27. Laura Costantino

La problematica degli sprechi nella filiera agroalimentare. Profili introduttivi

28. Giovanna Mastrodonato

Profili procedurali nella nuova amministrazione condivisa in Europa

29. Laura Tafaro

Dagli eroi alle celebrità. Icone e diritto civile

30. Piergiuseppe Otranto

Silenzio e interesse pubblico nell'attività amministrativa

31. Ignazio Lagrotta

La crisi dei partiti e la democrazia in Italia. *Seconda edizione*

32. Giovanni Guzzardo

Decostruzione amministrativa nel governo del territorio

33. Mario Angiulli

La disciplina dei fenomeni elusivi/evasivi: dalla collaborazione tra fisco e contribuente alla cooperazione internazionale

34. Giuseppe Antonio Recchia

Studio sulla giustiziabilità degli interessi collettivi dei lavoratori

35. Giulia Chironi

La tassazione dei beni comuni

36. Giovanna Petrillo

L'abuso dello schermo societario nella disciplina fiscale delle società di comodo. Profili sistematici ed effetti distorsivi

37. Giuseppina Pizzolante

La lotta alle frodi finanziarie nel diritto penale europeo. Tra protezione degli interessi economici dell'Unione europea e nuove sfide poste da bitcoin e criptovalute

38. Giuseppe Sanseverino

Ordine pubblico e buon costume nel diritto della proprietà intellettuale

39. Antonio Felice Uricchio, Maria Casola (a cura di)

Liber Amicorum per Sebastiano Tafaro. L'uomo, la persona e il diritto

40. Salvatore Antonello Parente

Il catasto e gli estremi catastali. Regole di governo e funzione impositiva

41. Guglielmo Fransoni (a cura di)

L'analogia nel diritto tributario

42. Corrado Spriveri

Il sistema penale tributario in Italia. Dalla teoria alla prassi applicativa. Alla luce delle novità introdotte dal c.d. Decreto Fiscale (d.l. n. 124/2019 convertito con modificazioni dalla legge n. 157/2019)

43. Filippo Luigi Giambrone

Finanzföderalismus als Herausforderung des Eu-roparechts

44. Antonio Felice Uricchio, Filippo Luigi Giambrone

Entwicklungen im italienischen Steuerrecht als Herausforderung des neuen europäischen Entwicklungsprozesses

45. Antonio Felice Uricchio, Filippo Luigi Giambrone

European Finance at the Emergency test

46. Flavio Parente

Gli steroidi anabolizzanti androgenici nelle discipline sportive: la tossicità per distretto

47. Paolo Pardolesi, Anna Bitetto

Tutela collettiva e azione di classe. Un'analisi comparativa

48. Antonio Felice Uricchio, Giuseppe Riccio, Ugo Ruffolo (a cura di)

Intelligenza artificiale tra etica e diritti. Prime riflessioni a seguito del libro bianco dell'Unione europea

49. Antonio Felice Uricchio, Gianluca Selicato (a cura di)

Atti della Summer School in "Circular Economy and Environmental Taxation"

50. Pierre de Gioia Carabellese

Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate. Dallo *shadow banking* al *techno banking*

51. Francesco Perchinunno

La libertà personale in trasformazione. Genesi, itinerari e mutazioni

52. Annamaria Bonomo, Laura Tafaro, Antonio Felice Uricchio (a cura di)

Le nuove frontiere dell'eco-diritto

53. Guglielmo Fransoni

Casi e osservazioni di diritto tributario

54. Francesco Sporta Caputi

Gli strumenti finanziari partecipativi tra esigenze del finanziamento societario e problemi di *governance*

**Collana della II Facoltà di Giurisprudenza
Università degli Studi di Bari Aldo Moro
Sede di Taranto**

1. Antonio Incampo

Metafisica del processo. Idee per una critica della ragione giuridica

2. Antonio Uricchio

Le frontiere dell'imposizione tra evoluzione tecnologica e nuovi assetti istituzionali

3. Paola Pierri

L'ignoranza dell'età del minore nei delitti sessuali

4. Concetta Maria Nanna *(a cura di)*

Diritto vivente e sensibilità dell'interprete

5. Marta Basile

Il principio di collaborazione tra fisco e contribuente

6. Antonio Uricchio *(a cura di)*

Nuove piraterie e ordinamenti giuridici interni e internazionali

7. Paolo Pardolesi *(a cura di)*

Seminari di diritto privato comparato

8. Nicola Triggiani *(a cura di)*

La messa alla prova dell'imputato minorenni tra passato, presente e futuro.

L'esperienza del Tribunale di Taranto

9. Salvatore Antonello Parente

I modelli conciliativi delle liti tributarie

10. Nicola d'Amati e Antonio Uricchio *(a cura di)*

Giovanni Carano Donvito scritti scelti di scienza delle finanze e di diritto finanziario

11. Antonio Uricchio

Il federalismo della crisi o la crisi del federalismo? Dalla legge delega 42/2009 ai decreti attuativi e alla manovra salva Italia

12. Antonio Uricchio *(a cura di)*

I percorsi del federalismo fiscale

13. Francesco Fratini

Gli interpelli tributari tra doveri di collaborazione dell'amministrazione finanziaria e tutela del contribuente. Contributo allo studio delle tutele nei confronti degli atti non autoritativi dell'amministrazione finanziaria nell'ambito di una prospettiva de iure condendo del sistema delle garanzie dei tax payers

14. Paolo Pardolesi

Contratto e nuove frontiere rimediale. Disgorgement v. Punitive damages

15. Annamaria Bonomo

Informazione e pubbliche amministrazioni dall'accesso ai documenti alla disponibilità delle informazioni

- 16. Gaetano Dammacco, Bronislaw Sitek, Antonio Uricchio** (*a cura di*)
Integrazione e politiche di vicinato. Nuovi diritti e nuove economie
Integration and neighbourhood policies. New rights and new economies.
Integracja i polityki sąsiedztwa. Nowe prawo i nowa ekonomia
- 17. Sławomir Kursa**
La diseredazione nel diritto giustiniano
- 18. Concetta Maria Nanna**
Doveri professionali di status e protezione del cliente-consumatore. Contributo alla teoria dell'obbligazione senza prestazione
- 19. Umberto Violante**
Profili giuridici del mercato dei crediti in sofferenza
- 20. Filippo Rau**
La procura alle liti nel processo civile e nel processo tributario
- 21. Nicolò Carnimeo**
La tutela del passeggero nell'era dei vettori low cost. Annotato con la giurisprudenza
- 22. Giuseppe Ingrao**
La tutela della riscossione dei crediti tributari
- 23. Antonio Incampo**
Filosofia del dovere giuridico
- 24. Nicolò Carnimeo**
La pesca sostenibile nel mediterraneo. Strumenti normativi per una politica comune
- 25. Daniela Caterino**
Poteri dei sindaci e governo dell'informazione nelle società quotate
- 26. Giuseppina Pizzolante**
Diritto di asilo e nuove esigenze di protezione internazionale nell'Unione europea
- 27. Vincenzo Caputi Jambrenghi** (*a cura di*)
Effetti economico sociali del federalismo demaniale in Puglia
- 28. Antonio Perrone**
Fatto fiscale e fatto penale: parallelismi e convergenze
- 29. Maria Concetta Parlato**
Le definizioni legislative nel sistema penale tributario
- 30. Antonio Uricchio** (*a cura di*)
Federalismo fiscale: evoluzione e prospettive
- 31. Maria Rosaria Piccinni**
Il tempo della festa tra religione e diritto
- 32. Gianluca Selicato**
Il nuovo accertamento sintetico dei redditi

Collana del Dipartimento Jonico in “Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture” - Università degli Studi di Bari Aldo Moro.

Direzione: Bruno Notarnicola, Riccardo Pagano, Nicola Triggiani

Comitato Scientifico: Cesare Amatulli, Massimo Bilancia, Annamaria Bonomo, Maria Teresa Paola Caputi Jambrenghi, Nicolò Carnimeo, Daniela Caterino, Nicola Fortunato, Pamela Martino, Maria Concetta Nanna, Fabrizio Panza, Pietro Alexander Renzulli, Umberto Salinas, Paolo Stefani, Laura Tafaro, Giuseppe Tassielli.

Comitato Direttivo: Aurelio Arnese, Danila Certosino, Luigi Iacobellis, Ivan Ingravallo, Ignazio Lagrotta, Francesco Moliterni, Paolo Pardolesi, Angelica Riccardi, Claudio Sciancalepore, Nicola Triggiani, Antonio Felice Uricchio*, Umberto Violante.

Comitato di Redazione: Patrizia Montefusco (Capo redattore), Federica Monteleone, dottorandi di ricerca (Francesca Altamura, Michele Calabria, Marco Del Vecchio, Francesca Nardelli, Francesco Scialpi, Andrea Sestino, Pierluca Turnone).

Il presente volume è stato sottoposto ad una procedura di valutazione basata sul sistema di *Peer Review* a “doppio cieco”.

Gli atti della procedura di revisione sono consultabili presso la segreteria del Dipartimento Jonico.

* In aspettativa per incarico assunto presso l'ANVUR.

Sommario

Introduzione	XIX
------------------------	-----

CAPITOLO I

CONFERIMENTO, APPORTO E FINANZIAMENTO NELLA S.P.A.

1. Premessa	1
2. Sul concetto di apporto e conferimento	2
3. Il conferimento in società	6
4. Conferimento, capitale sociale, partecipazione sociale e azioni	10
5. Conferimento, investimento e finanziamento	16

CAPITOLO II

CAPITALE E FINANZIAMENTO NELLA S.P.A.

1. Esigenze di finanziamento delle imprese: evoluzione della struttura finanziaria della s.p.a. ed opportunità per gli investitori	25
2. Capitale e patrimonio nella s.p.a.: cenni	33
3. Funzioni del capitale e del patrimonio: il rilievo della funzione organizzativa	35
4. Le entità conferibili al capitale sociale della s.p.a.: brevi richiami	43
4.1. Il conferimento in denaro	45
4.2. Il conferimento di beni in natura	46
4.2.1 Il concetto di bene conferibile	48
4.2.2 L'idoneità a costituire un elemento dell'attivo e l'iscrivibilità in bilancio	53
4.3. L'obbligo di integrale liberazione	55
4.4. Il conferimento di crediti	59
4.5. Il divieto di conferire prestazioni di opera e servizi	62
5. Le entità apportabili al patrimonio sociale: lo stato del dibattito	68
6. Le nuove flessibilità della struttura finanziaria della s.p.a. e gli strumenti finanziari partecipativi	73

CAPITOLO III

GLI STRUMENTI FINANZIARI EMESSI A FRONTE DI APPORTI.
RICERCA DEI TRATTI TIPOLOGICI

1. Gli strumenti finanziari <i>ex art.</i> 2346, comma 6, c.c.: la <i>ratio</i> dell'istituto e l'aspetto finanziario dell'apporto	83
2. La categoria "strumento finanziario": necessità della ricerca dei tratti tipologici minimali	91
3. Strumenti finanziari e azione	94
4. Strumenti finanziari e obbligazione	107
5. Le tipologie di strumenti finanziari previste dal Codice civile	116
5.1. Gli strumenti finanziari <i>ex art.</i> 2346, comma 6, c.c. come categoria unitaria e minimale.	124
5.2. Gli strumenti finanziari <i>ex art.</i> 2411, comma 3, c.c.	132
5.3. Gli strumenti finanziari partecipativi ai patrimoni destinati.	145
5.4. Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi	151
5.5. Strumenti finanziari assegnati ai lavoratori (art. 2349, comma 2, c.c.)	157
6. L'oggetto dell'apporto: aspetti problematici (la necessità della relazione di stima <i>ex art.</i> 2343 c.c. e l'apporto relativo agli strumenti <i>ex art.</i> 2349, comma 2, c.c.)	160
7. Strumenti finanziari e disciplina speciale	169
7.1. Il rapporto con l'art. 1 TUF	170
7.2. La compatibilità con la disciplina della raccolta del risparmio del TUB	176

CAPITOLO IV

I DIRITTI PATRIMONIALI ATTRIBUITI DAGLI STRUMENTI
FINANZIARI PARTECIPATIVI E GLI EQUILIBRI ENDOSOCIETARI

1. Profili di disciplina della categoria strumento finanziario	181
2. Aspetti problematici legati ai diritti patrimoniali	188
3. Il diritto alla remunerazione dell'apporto: diritto agli utili e riflessi sugli equilibri endosocietari.	195
3.1. Il diritto alla remunerazione dell'apporto in misura fissa.	201
3.2. Il diritto alla remunerazione dell'apporto mediante partecipazione agli utili d'esercizio	203
4. La partecipazione alle perdite: partecipatività e limiti all'esclusione .	216
5. Il diritto al rimborso e l'eventuale postergazione	225
6. Il diritto alla "quota di liquidazione": rapporto con l'omologo diritto dei soci	236

CAPITOLO V

I DIRITTI AMMINISTRATIVI ATTRIBUITI DAGLI STRUMENTI
FINANZIARI PARTECIPATIVI:
DIRITTO DI VOTO, DIRITTO DI NOMINA
E PROBLEMI DI *GOVERNANCE*

1.	Il diritto di voto: premessa metodologica	243
2.	Il diritto di voto su argomenti specificamente indicati	251
2.1.	Ampiezza ed oggetto del diritto di voto	255
2.2.	Diritto di voto su materie di competenza dell'assemblea ordinaria	260
2.3.	Il diritto di voto su materie di competenza dell'assemblea straordinaria	269
2.4.	Il diritto di voto su argomenti specificamente indicati e la competenza degli altri organi sociali	272
3.	Il luogo di esercizio del diritto di voto	281
4.	Il criterio di ponderazione dei voti espressi dai titolari di strumenti finanziari partecipativi	290
5.	Il criterio di ponderazione proposto ed il superamento di taluni nodi interpretativi	300
6.	Il diritto di nomina di un membro dell'organo amministrativo o di controllo	308
6.1.	I problemi di <i>governance</i> posti dal potere di nomina di un membro dell'organo amministrativo	323
6.2.	Una proposta di soluzione al rischio di squilibri della <i>governance</i> societaria	329
6.3.	Nomina di un amministratore indipendente ed interesse sociale	335
7.	Gli altri diritti amministrativi degli strumenti finanziari partecipativi ed i riflessi sulla <i>governance</i> societaria	340
8.	Azionista ordinario portatore di strumenti finanziari partecipativi: cenni ad alcune questioni aperte	347

CAPITOLO VI

BREVI CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Considerazioni conclusive	353
Bibliografia	357

Introduzione

Uno dei temi centrali della riforma del diritto societario del 2003 è l'ampliamento dei canali di finanziamento dell'impresa societaria, realizzato mediante l'introduzione di strumenti che agevolano il ricorso al mercato del capitale di rischio anche da parte delle società non quotate, attraverso il riconoscimento di una maggiore libertà dell'autonomia statutaria nella determinazione delle categorie giuridiche rappresentative del finanziamento societario.

La previsione della nuova figura degli strumenti finanziari partecipativi come risposta alla conclamata esigenza di finanziamento della società per azioni è iconica sul punto.

L'innovazione nella regolamentazione della struttura finanziaria della società per azioni abbinata ad un ampio rinvio all'autonomia statutaria per cogliere le opportunità (o spazi vuoti) offerte dal legislatore pone tuttavia all'interprete l'onere di conciliare, riducendoli ad unità di sistema, l'ampliamento delle tecniche di finanziamento dell'impresa societaria, da un lato, con la rimodulazione dei delicati equilibri interni di *governance* della società per azioni, dall'altro.

È stato autorevolmente osservato che la riforma, influenzata da concezioni neo-liberiste che concepiscono la società come un intreccio di contratti fra differenti fornitori di risorse, non guarda più allo svolgimento dell'impresa, ma al suo finanziamento; l'accentuazione degli aspetti finanziari del fenomeno societario introduce, in sostanza, una tendenza al superamento della distinzione tra soci e terzi, a vantaggio, invece, della distinzione fra differenti categorie di finanziatori della società, contraddistinti dal diverso grado di rischio cui è esposto il loro investimento.

Lo scenario che si profila è, in altri termini, quello di una "deriva finanziaria" della disciplina del fenomeno organizzativo dell'impresa collettiva costituito dalla società per azioni.

La nuova centralità del fenomeno del finanziamento societario, con l'imporre della figura del finanziatore della società a discapito della fi-

gura tipica del socio della stessa, pone il rischio di un completo snaturamento delle regole di *corporate governance* e di una redistribuzione “trasversale”, fra differenti categorie di soggetti, dei poteri di scelta sulle vicende gestionali della società, un tempo prerogativa esclusiva della posizione giuridica pertinente allo *status socii*.

L’archetipo tradizionale che rappresentava la struttura finanziaria della società per azioni come una struttura saldamente fondata e sviluppata sul principio della correlazione “rischio-potere” sembra entrato in crisi alla luce delle novità legislative in materia di strumenti finanziari partecipativi.

La richiamata correlazione rischio-potere – esprimibile anche come correlazione tra proprietà e controllo della società – ha garantito, per più di mezzo secolo, unità interna e coerenza allo schema giuridico della società per azioni, inteso come schema organizzativo per eccellenza della grande impresa industriale italiana. Le due nozioni di rischio e potere hanno rappresentato, per lungo tempo, il duplice risvolto del fenomeno tipologico del finanziamento societario *lato sensu* considerato.

Avendo riguardo all’elemento del rischio, si è tradizionalmente operata una netta distinzione e contrapposizione fra capitale proprio e capitale di debito, ossia tra apporti (ivi compresi i conferimenti) senza obbligo di restituzione, da un lato, e finanziamenti in senso stretto, cioè prestiti con obbligo di rimborso a scadenza, dall’altro. A questa distinzione veniva poi correlata, con un perfetto parallelismo, la distinzione, rispettivamente, fra le azioni e le obbligazioni, ossia fra strumenti “partecipativi” alle vicende gestionali della società in virtù dei molteplici e penetranti diritti amministrativi riconosciuti (il diritto di voto, *in primis*) e strumenti finanziari “non partecipativi” alle vicende gestionali, in quanto privi del diritto di voto e dotati invece di diritti patrimoniali garantiti.

La pretesa correlazione rischio-potere (o proprietà-controllo) è da sempre stata, tuttavia, solo tendenziale nella grande impresa azionaria, come acutamente rilevava più di sessanta anni fa Ascarelli¹; l’assenteismo ed il disinteresse di molti azionisti creano in tali società una situazione in cui il controllo è detenuto dalla maggioranza assembleare che è, tuttavia, minoranza del capitale sociale. Tale fenomeno, che tende tanto più ad amplificarsi quanto maggiore è la polverizzazione e la diffusione fra il pubblico del capitale sociale, porta ad una dissociazione tra rischio e potere², tra controllo e proprietà, poiché l’intero controllo

¹ Cfr. T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 10.

² Cfr. T. ASCARELLI, *cit.*, p. 13 che considera tale dissociazione non patologica, ma come inevitabile conseguenza della stessa costituzione della so-

è concentrato nelle mani di pochi soggetti che rischiano, invece, solo una minima frazione dell'intero capitale impiegato nell'impresa. Da tali osservazioni pragmatiche è derivata poi l'efficace espressione ascarelliana secondo la quale la tutela della minoranza azionaria è, nelle grandi società con azioni diffuse tra il pubblico, tutela della maggioranza³.

La correlazione, anche solo tendenziale, tra rischio e potere sembrerebbe ormai essere stata espunta dalla nuova disciplina della società per azioni in virtù dell'introduzione della categoria degli strumenti finanziari partecipativi, emettibili anche a fronte dell'apporto di opera o di servizi e dotati di diritti patrimoniali o anche amministrativi (così l'art. 2346, comma 6, c.c.).

Mentre nell'analisi ascarelliana l'affievolimento di detta correlazione veniva riscontrato nell'ambito dell'unitaria categoria azionaria, nettamente distinta nei tratti tipizzanti della fattispecie dalla categoria obbligazionaria, l'attuale assetto normativo, e la variabilità delle categorie giuridiche allo stesso collegate, rende più difficoltosa *ab origine* l'individuazione di una seppur minima correlazione tra rischio e potere.

In altri termini, i penetranti diritti amministrativi di cui oggi può essere dotato uno strumento finanziario partecipativo rendono la distribuzione del potere di influenza gestoria completamente trasversale rispetto alle tradizionali categorie giuridiche rivenienti dalla distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito.

L'ampio rinvio all'autonomia statutaria per la concreta regolamentazione del contenuto degli strumenti finanziari impedisce di ricondurre in rigidi e predeterminati schemi la distribuzione di detti poteri: si potrà così assistere all'attribuzione per statuto di poteri di influenza gestoria a favore di soggetti che hanno apportato capitale di debito, mentre gli stessi poteri potranno essere limitati o esclusi nei confronti di soggetti che hanno apportato capitale di rischio (si pensi, in proposito, alla radicale novella in tema di azioni prive di diritto di voto).

Alla distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito non corrisponde più, in maniera rigida e definitiva, la distinzione fra soggetti capaci di influenzare le scelte gestionali e soggetti portatori di mere pretese creditorie nei confronti della società⁴.

cietà e della raccolta di grandi capitali.

³ Cfr. T. ASCARELLI, cit., p. 11.

⁴ L'attualità del tema posto dalla primigenia riflessione ascarelliana si coglie nelle recenti riflessioni di M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: "canone fundamentalissimo" o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, 379 ss. il quale ritiene già acquisita da tempo la constatazione della riduzione della rigi-

In sintesi, la formalizzazione della rottura del sistema è attuale e concreta.

Un altro dato nel senso del superamento della ormai tradizionale correlazione rischio-potere si ricava dall'ampia libertà riconosciuta all'autonomia statutaria nell'articolazione del contenuto della partecipazione azionaria. La categoria delle azioni prive del diritto di voto o con voto limitato a particolari argomenti o con voto scaglionato o plurimo, da un lato, e la categoria delle azioni postergate nella partecipazione alle perdite, dall'altro, sono esempi emblematici e tipizzati di frattura della correlazione in parola.

Un problema di rilievo sistematico, innescato dal richiamato superamento del principio di correlazione rischio-potere (cardine dell'organizzazione corporativa di tipo plutocratico cui è informata la società per azioni), è costituito dalla necessità e (o) opportunità di ripensamento della nozione di "interesse sociale".

La trasversalità dell'attribuzione dei poteri di influenza gestoria rispetto alle categorie di "apportatori" di capitale di rischio e di capitale di debito conduce, difatti, ad una necessaria trasversalità dell'interesse che i diversi soggetti intendono perseguire per il tramite dell'organismo societario.

In altre parole, l'interesse "sociale" pare non più riconducibile ad una sola categoria di soggetti, pur variegata al suo interno, ma contraddistinta tuttavia dal tratto comune di aver effettuato un conferimento di capitale di rischio (la categoria degli azionisti), quanto piuttosto riferibile anche ad altri soggetti, che non necessariamente hanno effettuato apporti di capitale di rischio, ma che, al tempo stesso, sono dotati di diritti amministrativi penetranti sul piano gestorio che consentono loro di indirizzare l'attività sociale verso la realizzazione di proprie aspettative (la categoria dei portatori degli strumenti finanziari partecipativi).

Lo scenario che si profila, su questo versante, è quello di una eccessiva rarefazione e frammentazione dei gruppi di interesse che si incontrano e si compongono in seno all'organismo societario; la mancanza di un interesse tendenzialmente unitario mette in crisi le teorie contrattualistiche dell'interesse sociale che, invece, fanno leva sulla ricorrenza di

dità del principio in parola verificatasi negli ultimi decenni, concludendo così nel senso della mera rilevanza suppletiva ormai assegnata dal legislatore alla regola della proporzionalità. Su questi temi, cfr. di recente, E. BARCELONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato, fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012, 1 ss.; G. A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 304 ss.

istanze comuni a una pluralità di soggetti che sono gli stessi che hanno dato vita all'organismo societario e che dello stesso sono parte.

L'eccessiva frammentazione del referente soggettivo dell'interesse sociale espone, in altri termini, al rischio di una reviviscenza delle teorie neo-istituzionalistiche dell'interesse sociale, che tenderebbero a risolvere l'eccessiva frammentazione degli interessi facenti capo alla struttura societaria mediante l'elaborazione di una nozione di interesse sociale sovraordinato a quello dei soci e dei portatori di strumenti finanziari, identificabile in un interesse meta-individuale e superiore dell'organizzazione societaria considerata nella sua distinta autonomia giuridica rispetto alla posizione giuridica dei soggetti che la costituiscono e la gestiscono.

La riforma sembra quasi aver realizzato, in virtù della centralità che ha riconosciuto ai temi del finanziamento societario, un sostanziale ribaltamento della visione tradizionale della società per azioni, con un "accantonamento" della dimensione economica e produttiva del fenomeno, ormai divenuta secondaria agli occhi del legislatore, ed una "enfaticizzazione", di converso, della dimensione finanziaria dello stesso. La società per azioni sembra ormai essere riguardata quasi unicamente come strumento per l'allocazione ottimale delle risorse finanziarie, allocazione resa possibile dal libero agire delle forze di mercato che si manifestano (e trovano equilibrio) per mezzo dell'autonomia contrattuale (e statutaria) dei privati⁵.

La possibile "deriva finanziaria" del governo della società per azioni è, tuttavia, scongiurata dalla permanenza, immutata, dei precetti cardine, comuni ad ogni fenomeno societario; alludo allo scopo lucrativo ed al divieto di patto leonino, principi che costituiscono ancor oggi il substrato comune di ogni fenomeno societario, substrato che non può essere eliminato del tutto da un'accentuazione degli aspetti di finanziamento del fenomeno societario, ma che costituisce, oggi più di ieri, il limite di ordine sistematico che assicura coerenza interna al fenomeno societario, che tale non sarebbe definibile senza detto substrato. I

⁵ La forte corrente di pensiero del liberismo economico, impostasi soprattutto, negli ultimi decenni ha spinto il tipo sociale della s.p.a. sempre più verso le maglie larghe ed indefinite dell'autonomia contrattuale, accreditando l'idea che la società possa essere uno schema contrattuale "neutro" per la realizzazione di molteplici interessi, altri e diversi rispetto all'interesse sociale. Su questi temi, cfr. le considerazioni e gli spunti critici elaborati da ultimo da F. DENOZZA, *Regole e mercato nel diritto neoliberale*, in *Regole e mercato*, Tomo II, a cura di M. Rispoli Farina - A. Sciarrone Alibrandi - E. Tonelli, Torino, 2017, XV ss.

principi sopra richiamati sono, oltre che tratto genetico del fenomeno “società”, anche argine all’autonomia dei privati nella modulazione dei reciproci diritti e nella definizione delle reciproche posizioni e dei conseguenti equilibri interni di *governance* della società.

Il rinvio all’autonomia statutaria nella individuazione dei diritti amministrativi e patrimoniali attribuibili ai portatori di strumenti finanziari partecipativi, che potrebbe essere interpretato in senso ampio ed indiscriminato stante la lettera della norma, trova, di tal fatta, un limite di ordine generale; limite che, in virtù della sua validità generale, si può ritenere appartenente già all’area della pre-comprensione giuridica.

Spostando verso l’alto il punto di osservazione sulla riforma delle tecniche di finanziamento societario, l’effetto “rottura” delle dinamiche di *governance* della società per azioni generato dagli strumenti finanziari partecipativi risulta così ridimensionato e riconducibile, infine, ad unità di sistema.

Pertanto, è, da un lato, innegabile la constatazione che la facoltà di emissione di varie tipologie di strumenti finanziari, partecipativi e non, con una varietà ed una modulazione di diritti amministrativi e patrimoniali potenzialmente illimitati, introduce nei meccanismi di governo societario molteplici aree di problematicità e di potenziale conflittualità, a causa della forte frammentazione delle posizioni giuridiche e delle legittime e conseguenti aspettative che ne scaturiscono; d’altro canto, però, la definizione degli equilibri di *governance* non è affidata al mero operare delle forze contrattuali delle varie tipologie di finanziatori della società, ma dovrà ruotare pur sempre intorno alla figura indefettibile del socio “ordinario” della società, la cui posizione endosocietaria risulta certamente compressa dai portatori di strumenti finanziari partecipativi, ma mai del tutto azzerata.

La riforma del diritto societario non ha, in altri termini, eliminato la funzione, sociale e giuridica, dello strumento societario, riducendolo ad un semplice dato formale, privo di connotazione sostanziale: la società per azioni, pur risultando profondamente innovata nei suoi tratti tipologici in virtù delle molteplici novità introdotte dalla riforma, non è stata, tuttavia, completamente snaturata.

In altri termini, la società per azioni non è – o forse non lo è ancora – uno schema giuridico causalmente neutro asservito alle logiche finanziarie di investimento e di remunerazione di semplici investitori di capitali; non è, in sostanza, un simulacro vuoto da sfruttare unicamente per i vantaggi in termini di limitazione della responsabilità patrimoniale che si ritraggono dall’imputazione formale alla stessa di attività economiche particolarmente rischiose. La società per azioni rappresenta

ancora una forma di organizzazione collettiva dell'attività d'impresa e l'assunzione della posizione di socio denota ancora l'intenzione di prendere parte e di contribuire alla gestione della struttura organizzativa che alla stessa fa capo.

In sintesi, la disciplina della società per azioni e, più in particolare, la disciplina della struttura finanziaria della società per azioni, è ancor oggi informata alla cd. *causa societatis* che funge da elemento distintivo del contratto di società e del complesso fenomeno economico e giuridico che ne deriva, oltre che da criterio ordinatorio, in virtù del suo forte valore tipizzante, della varietà di soluzioni individuate sul piano strettamente economico alla ormai "cronica" esigenza di finanziamento.

La persistente centralità del criterio della *causa societatis* nella conformazione della struttura finanziaria della società per azioni trova conferma eloquente, oltre che applicazione concreta, nella disciplina, rigida ed inderogabile, del capitale sociale nominale della s.p.a.; disciplina fondata sui principi della effettiva formazione e della tutela dell'integrità del capitale sociale nominale che il legislatore della riforma ha ribadito senza variazione alcuna – quasi riproponendola come un blocco "monolitico" – a fronte delle grandi innovazioni ed aperture introdotte sul versante delle tecniche di reperimento di fonti di finanziamento rappresentate da ogni entità suscettibile di valutazione economica.

D'altro canto, la riconfermata centralità ed inderogabilità della disciplina del capitale e delle entità allo stesso conferibili discende da sovraordinati vincoli, tuttora vigenti, posti dalla normativa comunitaria che definisce un modello comune e basilare di società europea fondata anche sulla disciplina inderogabile del capitale sociale.

I temi "classici", ma ancora attualissimi, del capitale sociale nominale della società per azioni, della sua effettività ed integrità nonché le problematiche legate alla selezione delle entità conferibili ed imputabili allo stesso, costituiscono ancora oggi, nel rinnovato assetto normativo, le migliori chiavi di lettura per indagare le potenzialità e le problematiche della fortificata, ma più flessibile, disciplina della struttura finanziaria della s.p.a. (e del finanziamento societario *lato sensu*); disciplina che cerca di conferire ordine e coerenza sistematica al tumulto di soluzioni messe a punto per soddisfare l'insopprimibile esigenza economica della raccolta di risorse finanziarie da canalizzare verso l'impresa societaria a carattere azionario.

La centralità delle tematiche del capitale sociale e dei conferimenti, soprattutto per la innegabile funzione organizzativa alle stesse riconoscibile, permette così di analizzare nella giusta dimensione – che a mio avviso sembra essere quella del collegamento negoziale – il complesso

fenomeno economico e giuridico generato dall'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, strumenti che sottendono pur sempre un contratto di finanziamento dell'impresa societaria che accede al (e si innesta sul) contratto di società, che è *prius* logico, oltre che giuridico, rispetto all'emissione degli stessi strumenti finanziari. Ed è proprio nell'ottica del collegamento negoziale che si colgono a pieno le opportunità offerte dal nuovo strumento, nonché le posizioni giuridiche soggettive riferibili ai titolari dello stesso.

La libertà riconosciuta all'autonomia statutaria nella determinazione del contenuto dei diritti patrimoniali ed amministrativi attribuibili ai portatori degli strumenti finanziari costituisce la via attraverso la quale soggetti che, almeno apparentemente, non si legano alla società in qualità di soci possono comunque rivestire un ruolo "attivo" e determinante delle logiche gestionali della società per azioni.

L'impianto della presente ricerca, partendo dalla consapevolezza che ogni intervento volto ad ampliare ed articolare la struttura finanziaria della s.p.a. genera dei riflessi sugli equilibri di *governance* societari, ha per oggetto l'identificazione e la segnalazione delle problematiche endosocietarie connesse all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi. In particolare si è cercato di valutare l'impatto sui meccanismi di *corporate governance* della s.p.a. generato dal riconoscimento agli strumenti finanziari di diritti patrimoniali o anche amministrativi tendenzialmente svincolati, nella loro ampiezza ed estensione, da qualsiasi limite di carattere inderogabile, fatta eccezione per il divieto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

Lo studio compiuto cerca di dimostrare che, in mancanza di limiti normativi tassativi, l'unico argine al completo stravolgimento della *governance* della s.p.a. è rappresentato dalle regole fondamentali dell'organizzazione corporativa della s.p.a., che assumono il valore di norme di "ordine pubblico economico". Tali regole sintetizzano oggi, con maggior vigore rispetto al passato, l'ordine sistematico superiore cui è pur sempre informata l'attività d'impresa svolta sotto lo schema giuridico societario; in altre parole, l'attenzione per la dimensione finanziaria del fenomeno societario non può mai portare ad inaccettabili alterazioni sul piano delle posizioni giuridiche soggettive dei soci.

La ricerca prende spunto da un breve richiamo (effettuato nel *primo* capitolo) ai concetti di apporto, conferimento e finanziamento che sono comuni a tutti i fenomeni associativi; concetti che indicano tutti un atto di messa a disposizione di risorse economiche (monetarie o materiali), ma il cui uso è strettamente correlato all'entità metaindividuale desti-

nataria del “trasferimento” di ricchezza ed alla connotazione causale sottesa all’operazione stessa di messa a disposizione di ricchezza.

Il lavoro si sofferma poi sull’analisi della disciplina inderogabile del capitale sociale nominale, tuttora vigente anche a livello comunitario. La riflessione sulle funzioni del capitale sociale, in particolare, appare strumentale ad operare una distinzione fra conferimenti imputabili a capitale ed apporti ottenuti a fronte dell’emissione di strumenti finanziari che, per la loro caratterizzazione causale, non sono imputabili alla cifra del capitale sociale nominale (sono i contenuti cui è dedicato il *secondo* capitolo); la spiccata funzione organizzativa delle regole sul capitale sociale è poi strumentale all’indagine sui nuovi equilibri di *governance* determinati dagli strumenti finanziari partecipativi.

La definizione dell’oggetto dell’apporto è prodromica alla successiva ricognizione della disciplina degli strumenti finanziari ai fini della enucleazione dei tratti tipologici dello “strumento finanziario partecipativo” (temi che costituiscono l’oggetto del *terzo* capitolo). In particolare, sembra possibile operare una sistemazione delle diverse “fattispecie” o, meglio, “categorie” di strumenti finanziari previste dal codice cercando di enucleare una categoria unitaria e generale di strumento finanziario il cui tratto caratterizzante è da individuare nella causa di “finanziamento partecipativo”, riscontrabile in tutte le tipologie di strumenti finanziari conati dall’intervento di riforma, da cui deriva la natura di finanziatore (seppur particolare) della società attribuibile al portatore di detti strumenti.

Tale sistemazione “toponomastica” ha poi carattere strumentale rispetto all’analisi dei diritti patrimoniali ed amministrativi riconoscibili ai portatori di strumenti finanziari.

In merito ai diritti patrimoniali riconoscibili emerge di tutta evidenza la circostanza che detti diritti – pur ampiamente modulabili sia in termini di remunerazione del capitale dato “a prestito” sia in termini di diritto al rimborso o alla liquidazione del valore conferito – non possono mai avere l’effetto di comprimere o escludere i corrispondenti diritti patrimoniali dei soci. La ricerca “spasmodica” di capitali da parte della società, da attrarre mediante un’elevata remunerazione, incontra un limite invalicabile, quindi, nei due tratti genetici del fenomeno societario: lo scopo lucrativo *ex art. 2447 c.c.* comune a tutti i soci ed il divieto di escludere qualsiasi socio dalla partecipazione agli utili o alle perdite *ex art. 2265 c.c.* che costituiscono i parametri di riferimento per la ricostruzione dei conseguenti nuovi equilibri (approdi esegetici oggetto del *quarto* capitolo).

In merito ai penetranti diritti amministrativi attribuibili ai portatori di strumenti finanziari ed alla delicata analisi delle ripercussioni che tali diritti producono sulle regole organizzative e di funzionamento degli organi sociali, la riflessione si sofferma dapprima sulla portata e sul significato dei diritti amministrativi tipizzati (diritto di voto su argomenti specificamente indicati, diritto di nomina di un membro indipendente del consiglio di amministrazione o di un membro del consiglio di sorveglianza o di un sindaco), per poi passare all'analisi degli altri possibili (e non tipizzati) diritti amministrativi riconoscibili agli strumenti finanziari partecipativi, cercando di delimitare e riempire di contenuto gli spazi lasciati all'autonomia statutaria.

I rischi di stravolgimento delle consolidate regole di *governance* societaria individuati sono molteplici ed attuali, tanto da porre in discussione il concetto stesso di interesse sociale. Anche in tal caso, lo studio segnala come l'unico argine di carattere sistematico riguardo al rischio di preminenza della figura del portatore dello strumento finanziario (e quindi, del finanziatore della società) rispetto alla figura del socio è costituito dai precetti fondamentali dello scopo lucrativo e del divieto di patto leonino, precetti che tutt'ora pongono al centro dell'intera vicenda societaria il socio, con un peso specifico maggiore rispetto a quello riconoscibile a qualunque altra figura di finanziatore della società.

Ulteriore elemento non trascurabile di "salvezza" degli equilibri organizzativi dell'ente societario è la proposta ricostruzione in termini di collegamento negoziale del rapporto tra il contratto di società, basilare ed indefettibile, ed il contratto di finanziamento che ha portato all'emissione degli strumenti finanziari, accessorio ed eventuale; tale collegamento rende ontologicamente centrale ed essenziale la società ed i suoi soci rispetto alle vicende attinenti al suo finanziamento "partecipativo" proveniente da non soci (soluzioni interpretative costituenti la struttura del *quinto* capitolo).