

CAPITOLO PRIMO

POTERI DEI FINANZIATORI,
FUNZIONI E RESPONSABILITÀ: IL PROBLEMA

SOMMARIO: 1. Premessa. L'interazione dei finanziatori nel governo societario nell'ottica comparatistica. – 2. Gli strumenti finanziari partecipativi quale paradigma di legittimità del controllo creditorio: la prospettiva di indagine. – 3. Diritti amministrativi e partecipazione non azionaria. La nuova concezione dell'organizzazione societaria. – 4. La prossimità tra soci e finanziatori. – 5. La legittimità del controllo creditorio meramente “difensivo”. – 6. Implicazioni interpretative degli strumenti finanziari partecipativi sui *covenants* non statutari. – 7. Dai poteri alle responsabilità dei finanziatori: le chiavi per lo sviluppo del ragionamento. – 8. Le responsabilità da analizzare. Le fattispecie delineabili ai sensi dell'art. 2467 e dell'art. 2497-*quinquies* c.c. – 9. *Segue*. Le responsabilità gestionali dei finanziatori. – 10. Un approccio unitario per le diverse responsabilità. Per un'applicazione non tradizionale del binomio rischio-potere. – 11. *Favor* per i finanziamenti e responsabilizzazione di chi li eroga nella disciplina della crisi di impresa.

1. *Premessa. L'interazione dei finanziatori nel governo societario nell'ottica comparatistica.* – Il fenomeno noto come controllo o governo creditorio va acquisendo spazio crescente nelle elaborazioni dottrinali, nelle quali si afferma un'attenzione rinnovata per il ruolo peculiare che i finanziatori possono assumere nella *corporate governance*. Oggetto di studio è in particolare la posizione che i medesimi acquisiscono quando, sospinti dall'interesse primario a tutelare l'aspettativa di un rimborso remunerato delle somme erogate, interagiscono con le dinamiche decisionali della società debitrice. La relativa attività mostra invero gradi variabili di intensità, ponendosi spesso in bilico fra iniziative di mero monitoraggio e altre di effettiva codeterminazione di scelte gestorie.

Nel panorama comparatistico è maturata, trasversalmente agli ordinamenti giuridici, una condivisa consapevolezza di come il fenomeno, nelle sue diverse manifestazioni, meriti di essere studiato al fine di pervenire a

una ridefinizione teorica generale degli assetti di governo societario idonea a rappresentare l'effettiva posizione di attori ulteriori rispetto a soci e amministratori¹. Questa nuova sensibilità determina che il potere in specie gestionale esercitabile dai c.d. *lenders*² sia posto al centro di riflessioni che a loro volta confluiscono in quelle più estese sul governo dell'impresa³.

Nel quadro di riferimento convergono le discussioni sull'allocazione

¹ In tal senso H.T.C. HU, B. BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 *U. Pa. L. Rev.* 625, 665-67, 728-35 (2008), dove anche la definizione di "debt governance" come "the interactions between creditors and firms (or other debtors), such as negotiations to address loan terms and conditions"; EID., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 13 *J. Corp. Fin.* 343 (2007); F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, 57 *UCLA L. Rev.* 115, 167-69 (2009), ove l'attenzione è concentrata sui *credit default swaps* per la possibilità che essi incoraggino i creditori a votare contro il migliore interesse dei loro debitori, dato al quale è attribuito particolare rilievo in considerazione della capacità di tali soggetti di influenzare l'organo amministrativo avvalendosi di apposite clausole contrattuali o della compartecipazione al consiglio mediante esponenti nominati dalla categoria.

L'attenzione per l'argomento si afferma anche nella dottrina britannica, per la quale si ricordano J. ARMOUR, B.R. CHEFFINS, D.A. SKEEL jr, *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, 55 *Vand. L. Rev.* 1699, 1782 s. (2002).

² Il tema ha trovato un primo fertile terreno di diffusione nella dottrina statunitense. Tra le riflessioni più significative possono ricordarsi quelle di G.G. TRIANTIS, R.J. DANIELS, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, 83 *Cal. L. Rev.* 1073 (1995), che sottolineano come una primordiale indiretta capacità di influenza dei *debtholders* sia riconducibile ai segnali che i medesimi possono diffondere circa la meritevolezza di credito di una società con la sola scelta di interrompere le erogazioni in suo favore; un esame più esteso del ruolo dei creditori è svolto da D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, 154 *U. Pa. L. Rev.* 1209 (2006), con riferimento agli interventi nei processi decisionali, dei quali è sottolineata la particolare incisività nelle fasi di crisi, evidenziando peraltro la possibilità che l'influenza sia esercitata su tutti gli aspetti della vita sociale, incluse le strategie di investimento e aziendali in senso lato.

³ A tale elaborazione hanno contribuito i noti lavori di M.M. BLAIR, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington, 1995; M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 *Va. L. Rev.* 247 (1999); G.M. GULATI, W.A. KLIEN, E. ZOLT, *Connected Contracts*, 47 *UCLA L. Rev.* 887, 926 (1999-2000); S.J. SCHWAB, S.T. RANDALL, *Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions*, 96 *Mich. L. Rev.* 1018 (1998).

del potere di voto, a partire da quelle che più in generale individuano tale prerogativa quale strumento attribuito agli azionisti con una finalità correttiva della condotta degli amministratori⁴, sino alle più specifiche sulle funzioni del voto nel recente scenario noto come “*intermediary capitalism*”⁵. Inseriti in tale contesto, i tentativi di valorizzare e qualificare il coinvolgimento dei finanziatori nelle dinamiche infrasocietarie concorrono ad alimentare le correnti di critica ai modelli abituali “*shareholder-centric*”⁶ e “*board-centric*”⁷, ma in una prospettiva peculiare. Si solleci-

⁴ Individuano un “*error-correcting purpose*” R.B. THOMPSON, P.H. EDELMAN, *Corporate Voting*, 62 *Vand. L. Rev.* 129, 138 (2009). J.B. KESTEN, *Towards A Moral Agency Theory Of The Shareholder Bylaw Power*, 85 *Temp. L. Rev.* 485 (2013), riconduce anche le prerogative di *voice* di fonte statutaria alla volontà di “*provide an avenue for action in circumstances where shareholders’ other rights, i.e., the ability to exit the firm or sue its fiduciaries, are unavailing*”, specialmente quando l’esercizio dell’impresa implica “*significant questions of social policy*”, in relazione alle quali i soci agiscono “*as moral agents of the corporations in which they invest*”.

Per una ricognizione della dottrina più rilevante in materia, R.J. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 *Harv. L. Rev.* 1641, 1645-50 (2006).

⁵ In punto si rinvia, per tutte, all’interessante lettura di P.H. EDELMAN, R.S. THOMAS, R.B. THOMPSON, *Shareholder Voting In An Age Of Intermediary Capitalism*, 87 *S. Cal. L. Rev.* 1359 (2014).

⁶ L’espressione merita un chiarimento in quanto in letteratura è impiegata per descrivere due concetti diversi: “*the purpose of corporate governance*”, identificato nel perseguimento dell’interesse dei soci (D. MILLON, *Radical Shareholder Primacy*, 10 *U. St. Thomas L.J.* 1013 (2013), individua l’ulteriore distinzione fra “*radical shareholder primacy*”, impostazione teorica che descrive gli amministratori quali “*agent*” dei soci e per la quale dunque “*the key problem for corporate law is to minimize agency costs so as to maximize shareholder wealth*”, e “*traditional shareholder primacy*”, modello che diversamente include fra gli interessi alla cui la salvaguardia sono chiamati gli amministratori anche quelli dei “*non-shareholder constituencies*”), e “*the method of corporate governance*”, inteso quale fondamento dell’influenza dei soci nei meccanismi di governo societario (per questo distinguo, D.G. YOSIFON, *The Law of Corporate Purpose*, 10 *Berkeley Bus. L.J.* 181 (2013), che si concentra sulla prima accezione e sostiene che essa sintetizza un dato di legge, tanto da affermare che “*shareholder primacy is currently the law*”; nel medesimo senso ed esito, tra i molti, S.M. BAINBRIDGE, *The New Corporate Governance In Theory And Practice*, New York, 2008, 53, per il quale “[T]he shareholder wealth maximization norm ... indisputably is the law in the United States”; contra L.A. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, And The Public*, San Francisco, 2012, 29, ove si afferma che “*The notion that corporate law requires directors ... to maximize shareholder wealth*

ta, infatti, a rinnovare la concezione della *corporate governance* non solo in forza della contestazione, ormai a sua volta classica, per la quale il rafforzamento esclusivo della posizione dei soci può condurre a deviazioni nella gestione degli interessi⁸, ma altresì in ragione della necessità di al-

simply isn't true”). Nella trattazione si evidenzierà come la sovrapposizione terminologica si accompagni a un'intersezione delle indicate aree tematiche che, ferma la reciproca autonomia, sotto più profili concorrono a completare le plurime ragioni sottese all'inclusione dei finanziatori tra i protagonisti della vita sociale.

⁷S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy*, in *Research Handbook On The Economics Of Corporate Law*, edited by C.A. Hill, B.H. McDonnell, Cheltenham-Northampton, 2012, 17.

Pur a fronte del dibattito sul necessario ripensamento dei poteri infrasocietari alla luce del c.d. *shareholder activism*, resistono in dottrina autorevoli opinioni per le quali tale fenomeno non sovvertirebbe la nozione di *board primacy*. In tal senso S.M. BAINBRIDGE, *Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Interventions*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, edited by J.G. Hill, R.S. Thomas, Cheltenham-Northampton, 2015, 231, che al fine di preservare le prerogative decisionali in capo agli amministratori suggerisce la distinzione (per il vero non sempre facile da realizzare o comunque non sempre netta) tra gli interventi dei soci diretti a “*substantive decisions*”, che reputa da disincentivare, e quelli a carattere invece meramente procedurale, che porterebbero invece l'esito apprezzabile di facilitare l'esercizio dei tradizionali diritti dei soci. L'efficienza della regola tradizionale sull'attribuzione del potere di governo dell'impresa a un organo amministrativo dedicato è ribadita anche in Id., *An Abridged Case For Director Primacy*, 62 *UCLA L. Rev. Disc.* 69 (2014), e già prospettata in Id., *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 *Harv. L. Rev.* 1735, 1739-40 (2006).

Parzialmente differenti gli argomenti utilizzati da M.M. HARNER, *Corporate Control and the Need for Meaningful Board Accountability*, 94 *Minn. L. Rev.* 541, 588-92 (2010), che a difesa della primazia del *board* rileva come questo risponda comunque nei confronti di tutti i soci per le scelte assunte, dato di particolare rilevanza a fronte di decisioni che possono procurare un vantaggio esclusivo in capo a uno più soci con sacrificio dell'interesse della società o di altri soci.

Sul tema si confronti anche L. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harv. L. Rev.* 833 (2005).

⁸Sul primato dei soci in rapporto all'allocazione dei poteri infrasocietari, L.M. FAIRFAX, *Mandating Board-Shareholder Engagement?*, 2013 *U. Ill. L. Rev.* 821, 825-830 (2013), che illustra la recente tendenza degli azionisti a ingaggiare battaglie – spesso vinte – per ottenere una maggiore influenza sugli amministratori e conseguentemente sulla gestione degli affari sociali; la medesima Autrice, L.M. FAIRFAX, *Toward A Theory Of Shareholder Leverage*, 62 *UCLA L. Rev. Disc.* 92 (2014), tornando sul tema del c.d. *shareholder activism* e della conseguente redistribuzione interna dei poteri, ha successivamente smentito che l'esito di tale tendenza sia un desautoramento degli amministratori, considerato che costoro conservano la libertà di disattendere le indicazioni dei soci e che comunque

largare la visuale dei soggetti che sono coinvolti – e che legittimamente possono esserlo – nelle posizioni di potere infrasocietario. Al fine, si invita a prendere coscienza di come i soci non rivestano un ruolo esclusivo nella determinazione delle scelte di impresa, per l’innegabile incidenza che gli *stakeholders* possono esercitare all’esito delle complesse relazioni che li legano reciprocamente e con l’impresa. Origina infatti dall’osservazione di tale dato l’idea che sia necessario indagare la struttura e le caratteristiche dei rapporti con i finanziatori, allo scopo di identificare i casi nei quali essi sono da includere tra coloro che condizionano l’operare dell’impresa⁹.

rimangono prevalenti i casi nei quali i soci continuano a deferire loro le scelte d’impresa, ma al contempo ha rilevato, anche sulla base di evidenze empiriche, come l’incrementato potere dei soci senz’altro aumenti le probabilità che gli amministratori, per evitare discontento, si impegnino esclusivamente nel perseguimento dell’interesse dei soci, anziché bilanciarlo con quelli ulteriori coinvolti dall’esercizio dell’impresa. Tale delicata correlazione fra il rafforzamento della “*shareholder primacy*” tramite l’attribuzione di nuovi poteri e la gestione dei plurimi interessi implicati è stata approfondita anche da E.B. ROCK, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, 161 *U. Pa. L. Rev.* 1907 (2013), e da B.E. ADLER, M. KAHAN, *The Technology of Creditor Protection*, 161 *U. Pa. L. Rev.* 1773 (2013), che dopo aver evidenziato come al crescere dell’influenza dei soci corrisponda una riduzione del conflitto di interessi tra questi e gli amministratori, tendenzialmente propensi ad assecondare le richieste loro rivolte o comunque ad adottare politiche di esternalizzazione dei rischi a vantaggio della compagine sociale, sono approdati ad alcune considerazioni ulteriori, supportate da fattispecie concrete, in ordine ai potenziali effetti negativi di tale fenomeno, colti in particolare nell’aggravarsi del diverso conflitto fra soci e creditori. Dall’osservazione nasce un’analisi delle salvaguardie legali e negoziali attivabili per equilibrare l’incrementata debolezza di tale seconda categoria. Lo spunto è colto positivamente e sviluppato da L.A. STOUT, *The Toxic Side Effects Of Shareholder Primacy*, 161 *U. Pa. L. Rev.* 2003 (2013), che percepisce precipitati negativi della “*shareholder primacy*” e della connessa “*shareholder-centric governance*” di spettro ancora più ampio, riguardanti non solo i creditori ma l’intera platea degli *stakeholders*, non da ultimo per la possibilità che la ricerca della massimizzazione della ricchezza dei soci nel breve periodo pregiudichi le capacità dell’impresa di generare profitti futuri. L’invito che ne consegue è a ripensare i diritti dei creditori e, al contempo, gli obblighi dei soci.

⁹Questo l’invito di A.J. CASEY, M.T. HENDERSON, *The Boundaries of “Team” Production of Corporate Governance*, 38 *Seattle U. L. Rev.* 365, 394-395 (2015).

Le ragioni di critica alla concezione tradizionale della *corporate governance* sono senz’altro più estese di quelle coinvolte dal tema che ci si propone di trattare. Si rinvia alla lettura di U. RODRIGUES, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, 95 *Minn. L. Rev.* 1822 (2011), ove si invita a riflettere sugli in-

La novità dell'impostazione emerge dal confronto con l'assunto tradizionale e generalmente acquisito per il quale i creditori sono figure passive, che attendono la ricchezza funzionale al loro pagamento mantenendosi nella totale estraneità al governo dell'impresa che la produce¹⁰, e che pertanto meritano la posizione marginale che storicamente occupano nelle analisi del governo societario delle società chiuse.

Per il vero, la consapevolezza di come tale rappresentazione mostri una realtà solo parziale è stata da tempo raggiunta e condivisa, ma solo con riferimento a soggetti o a contingenze specifici¹¹: dapprima con riguardo agli operatori bancari che agiscono nei mercati finanziari, ove in effetti è un dato di innegabile evidenza che l'ingerenza gestionale possa assumere carattere pervasivo¹²; al medesimo esito si è giunti anche in

centivi all'attivismo degli azionisti congiuntamente al fenomeno per il quale “*ownership is no longer simply separate from control, but also from ownership – that is, when the ultimate beneficial owners of corporations do not themselves own shares in any real sense, but instead rely on institutional fund managers and other intermediaries*”; la critica sollevata è che le discipline implementate, contrariamente alle intenzioni dichiarate, finiscano con l'incentivare le politiche gestionali di breve periodo. Censure sul “*short-termism*” quale nuovo modello di investimento e di governo, concausa delle crisi finanziarie e della contrazione degli investimenti in ricerca e sviluppo, sono argomentate anche da P.A. QUIMBY, *Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*, 40 *Fla. St. U.L. Rev.* 389 (2013), che collega il dato alla circostanza che gli investitori istituzionali si sono sostituiti ai “*dispersed investors*” con orizzonti di investimento di lungo termine.

¹⁰ R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, *Investment Companies as Guardian Shareholders: The Place of MSIC in the Corporate Governance Debate*, 45 *Stan. L. Rev.* 985, 989-990 (1993).

¹¹ In una prospettiva più ampia, G.S. GEORGIEV, *Shareholder Vs. Investor Primacy In Federal Corporate Governance*, 62 *UCLA L. Rev. Disc.* 71 (2014), contesta che la *federal corporate governance regulation* successiva alla crisi abbia seguito il c.d. *shareholder primacy model*, in quanto non avrebbe accordato prerogative amministrative (per l'Autore in particolare informative) in via esclusiva ai soci come gruppo, bensì alla più ampia categoria degli *investors*, per tali intendendosi “*all capital market participants who view companies as investment prospects, consume company-specific information, and make buying and selling (i.e., trading) decisions about companies' equity and debt securities based on such information*”, inclusi dunque, oltre ai soci, i finanziatori attuali e potenziali di una società. In questo senso reputa più corretto parlare di “*investor primacy*” anziché di “*shareholder primacy*”.

¹² Sono plurime le ragioni per le quali la dottrina prevalente ha focalizzato l'attenzione sulle banche anziché sui *bondholders*. Di questi si sostiene comunemente, infatti, che presentano una dispersione troppo elevata (e dunque difficoltà di comunicazione e disomogeneità di incentivi) per poter esercitare un qualche controllo sulla società debitori-

connessione con stati di crisi, ai quali con pari chiarezza, oltre che con frequenza, si associa la tendenza dei creditori a interventi più drastici nei processi decisionali, anche per le piccole e medie imprese¹³.

Eccettuate le ipotesi ora dette, però, l'idea che soggetti estranei alla compagine non solo non abbiano in linea generale un ruolo attivo nelle dinamiche decisionali, ma che sarebbe sistematicamente incoerente riconoscere loro una diversa posizione, è continuata a resistere come uno dei caposaldi della lettura tradizionale degli assetti di potere infrasocietario¹⁴.

ce. Non mancano, peraltro, attenuazioni di tale affermazione, originate dall'avvertita necessità di ragionare sui singoli casi in ragione della diversa intensità che la capacità di influenza di ciascun *debtholder* può presentare. Rispetto a tale eterogeneità di situazioni, si riconosce un ruolo di rilievo ai *covenants* pattuiti a disciplina del finanziamento, in relazione ai quali si registra per le banche un'abilità di inserimento tendenzialmente maggiore a quella degli altri finanziatori, ma comunque non esclusiva (Y. AMIHUD et al., *A New Governance Structure for Corporate Bonds*, 51 *Stan. L. Rev.* 447, 469-70, 473, 457-62 (1999), ove la proposta di creare un "*supertrustee to overcome the coordination and collective action challenges*"). Il duplice collegamento tra numero e qualità dei *covenants* e livello di rischio del prestito da un lato, e tra tali dati e il potere dei *bondholders* di condizionare il governo e l'apparato organizzativo della società mutuataria dall'altro, è registrato in particolare da W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, 7 *EBOR* 39 (2006). In linea con tali osservazioni, anche M. KAHAN, E. ROCK, *Hedge Fund Activism in the Enforcement of Bondholder Rights*, 103 *Nw. U. L. Rev.* 281, 284-92 (2009), hanno posto in connessione *covenants* e potere di vigilanza e influenza dei *bondholders*, giungendo ad affermare che "*bondholder governance remains a clear force, even if it may not in all cases be as strong and coordinated as bank debt*", e che l'impatto degli interventi di tali soggetti può rivelarsi di aiuto per i soci e per gli altri investitori, inclusi gli *hedge funds*.

¹³ K.M. AYOTTE, E.R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, 1 *J. Legal Analysis*, 511, 537-39 (2009), hanno registrato l'esercizio di un considerevole controllo dei creditori sull'impresa debitrice "*before and during bankruptcy*".

Sul tema anche K.M. AYOTTE, E.R. MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, 1 *J. Legal Anal.* 511, 528-30 (2009); G. NINI, D.C. SMITH, A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, 25 *Rev. Fin. Stud.* 1713 (2012); V.V. ACHARYA et al., *Creditor Rights and Corporate Risk-Taking*, 102 *J. Fin. Econ.* 150, 151-52 (2011); J.C. LIPSON, *Governance in the Breach: Controlling Creditor Opportunism*, 84 *S. Cal. L. Rev.* 1035, 1073 (2011); M.M. HARNER, *Activist Distressed Debtholders: The New Barbarian at the Gate?*, 89 *Wash. U. L. Rev.* 155, 158 (2011).

¹⁴ Ci si è invece domandati se gli interessi dei quali i medesimi sono portatori siano da assumere nel novero di quelli che devono essere salvaguardati dagli amministratori. Ma questo è un piano teorico distinto e come noto oggetto di un dibattito sempre aperto, che converge in quello sulla nozione di interesse sociale, con il quale condivide la riflessione sull'avvicinamento delle posizioni dei diversi *stakeholders*.

Le tesi che promuovono un processo di revisione di tale impianto teorico prendono avvio da alcune evidenze empiriche sulla partecipazione attiva dei finanziatori.

Si registra anzitutto che, per quanto l'evolversi negativo delle condizioni economico-finanziarie dell'impresa ne accresca la diffusione, l'influenza esterna sul governo societario è presente anche quando non vi sia dissesto¹⁵. Il dato si evince in particolare dalla prassi contrattuale, nella quale si riscontrano clausole che sin dall'apertura del rapporto di credito o al verificarsi di eventi successivi, per lo più consistenti in violazioni delle condotte convenute, attribuiscono ai finanziatori anche non bancari titolo per apporre restrizioni alla discrezionalità dei gestori o dei soci, giungendo a realizzare una redistribuzione del potere d'impresa¹⁶. Nella dimensione negoziale, dunque, anche forme intense di interazione sono percepite come un'evoluzione pressoché normale del rapporto, le cui parti, in previsione di future modifiche dei termini del loro accordo, predispongono quale strumento di reazione un'attribuzione fluida dei poteri¹⁷.

L'acquisita consapevolezza di tale realtà ha indotto più ordini di riflessioni, nelle quali l'aspirazione dei giuristi di verificare la legittimità delle

¹⁵ Per tutti, D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, 154 *U. PA. L. Rev.* 1209, 1212 (2006), ove si evidenzia come l'influenza dei finanziatori "can come at all stages of a borrower's life, not just when a borrower finds itself in distress".

In linea, ma più ampia, la prospettiva che ha portato M.R. ROBERTS, A. SUFI, *Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation*, 4 *J. FIN.* 1657, 1660 (2009), ad affermare che il *default* nella netta maggioranza dei casi costituisce una via per ulteriori negoziazioni con i finanziatori, anziché per l'interruzione delle relazioni con questi.

¹⁶ Per un'esplicazione delle diverse forme di controllo che i finanziatori esercitano sugli amministratori, G.G. TRIANTIS, *The Interplay Between Liquidation and Reorganization in Bankruptcy: The Role of Screens, Gatekeepers, and Guillotines*, 16 *Int'l Rev. L. & Econ.* 101, 102-05 (1996); in particolare, sull'influenza esercitata quando si siano registrate violazioni dei *covenants*, ID., *Debt Financing, Corporate Decision Making, and Security Design*, 26 *Can. Bus. L.J.* 93, 101-02 (1996); in generale sul tema, F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, 57 *UCLA L. Rev.* 115, 120 (2009).

¹⁷ Forniscono un'esemplificazione tratta da ricerche empiriche, M. HARNER, *Trends in Distressed Debt Investing: An Empirical Study of Investors' Objectives*, 16 *Am. Bankr. Inst. L. Rev.* 69, 84-87 (2008); ID., *The Corporate Governance and Public Policy Implications of Distressed Debt Investing*, 77 *Fordham L. Rev.* 703, 725-27 (2008); G.G. TRIANTIS, A. CHOI, *Market Conditions and Contract Design: Variations in Debt Covenants and Collateral*, 88 *N.Y.U. L. Rev.* 52, 61 (2013).

clausole riscontrate si è spesso intersecata con considerazioni di estrazione economica in ordine all'utilità del fenomeno. L'impegno di misurarne gli effetti con variabili prettamente economiche ha infatti portato a registrare alcuni dati positivi – soprattutto in termini di incrementi di produttività o comunque di valore correlabili al monitoraggio esercitato da banche o da altri finanziatori – che è stato possibile valorizzare anche ai fini di un apprezzamento giuridico della prassi descritta, in particolare rispetto al tema del conflitto di interessi¹⁸. La moltiplicazione delle posizioni ammesse a confrontarsi sul medesimo piano infrasocietario fa emergere, in effetti, il problema delle divergenze, in particolare tra l'interesse dei creditori e quello dei soci. Come si evidenzierà nel corso della trattazio-

¹⁸ Per una dimostrazione dell'aumento di valore conseguente all'attività di monitoraggio svolta da banche, J.M. SHEPHERD, F. TUNG, A.H. YOON, *What Else Matters for Corporate Governance?: The Case of Bank Monitoring*, 88 *B.U. L. Rev.* 991 (2008), che, esaminate in più di un migliaio di *public firms* nel periodo 1990-2004 le correlazioni fra la presenza delle banche e “*free cash flow, governance indices, and individual corporate governance provisions*”, hanno concluso registrando un positivo “*additional mechanism for corporate governance*”. Sugli effetti virtuosi dell'influenza gestoria dei finanziatori anche D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Debt As A Lever Of Control: The Prime Directive*, 75 *U. Cin. L. Rev.* 921, 938 (2007), ove si afferma che “*Even if imperfect and prone to error, lenders may be better able than directors to guard against bias*”; in linea J.F. HOUSTON, C. LIN, P. LIN, Y. MA, *Creditor rights, information sharing, and bank risk taking*, 96 *J. Fin. Econ.* 485 (2010); anche J.F. KÖKE, L. RENNEBOOG, *Do corporate control and product market competition lead to stronger productivity growth? Evidence from market-oriented and blockholderbased governance regimes*, 48 *J. Law & Econ.* 475, 477 s. (2005), analizzano – comparando due diversi regimi di *corporate governance*, inglese e tedesco – gli incrementi sulla produttività d'impresa determinati dall'esercizio di prerogative di controllo da parte di banche, presso le quali sia concentrata un'alta percentuale di debito, o da parte di altri “*strong outside blockholders*”.

In una prospettiva più ampia, R.W. MASULIS, R.S. THOMAS, *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, 76 *U. Chi. L. Rev.* 219 (2009), pongono in correlazione l'attività di monitoraggio degli investitori di *private equity* e la creazione di nuovo valore.

Non mancano, peraltro, studi dai quali emergono dati di segno opposto: così, V.V. ACHARYA, Y. AMIHUD, L. LITOV, *Creditor rights and corporate risk-taking*, 102 *J. Fin. Econ.* 150 (2011), ma riferendosi all'ipotesi in cui i diritti dei creditori siano troppo forti e in un contesto di *bankruptcy*, rilevano come gli amministratori possano temere eccessivamente i costi personali per l'insuccesso dei progetti della società, e possano reagire con un eccessivo conservatismo, optando per un livello di assunzione del rischio subottimale.

ne, il tema in questo punto si intreccia con quello ampio e noto dell'allocazione dei poteri in funzione della migliore realizzazione dell'interesse sociale. Ebbene, il riscontro dei descritti vantaggi economici supporta nell'affermare che un giudizio negativo in ordine alla presenza attiva di non soci nelle dinamiche infrasocietarie, se fondato sulla sola previsione del contrasto tra le due categorie di soggetti, non può essere assoluto, non potendosi escludere che i rispettivi interessi viceversa coincidano, come in effetti avviene innanzi all'incremento di valore dell'impresa e di riflesso delle partecipazioni a essa¹⁹.

Su un piano più generale si rileva, sempre a superamento delle impostazioni tradizionali e maggioritarie, che gli interessi dei diversi *stakeholders* convergono nell'obiettivo di sorvegliare l'agire degli amministratori e specialmente la propensione al rischio di questi, cosicché la loro interazione può rivelarsi proficua²⁰. Ciascun soggetto può disporre, infatti,

¹⁹ Y. YADAV, *The Case for a Market in Debt Governance*, 67 *Vand. L. Rev. En Banc* 771, 776-7 (2014), illustra i plurimi motivi per i quali si verifica una convergenza di interessi tra finanziatori e società finanziata, da quelli più strettamente economici alla volontà di tutelare la reputazione di ambedue le categorie.

L'affermazione sulla convergenza possibile degli interessi merita di essere precisata nella sua portata. Essa è invero facilmente formulabile ogniqualvolta si assista all'occasionale coincidenza fra le due figure soggettive, ad esempio nell'eventualità che la medesima persona sottoscriva contestualmente titoli azionari e di debito e rivesta così al contempo entrambe le qualifiche, oppure opti per la conversione dei secondi titoli nei primi. L'allinearsi delle due posizioni può peraltro aversi – ed è l'elemento di maggiore interesse che affiora dalle tesi dottrinali che si stanno ricostruendo – a prescindere dalla singola struttura finanziaria e, soprattutto, può essere indipendente dalle vicende del singolo soggetto portatore di questo o quel titolo.

²⁰ Accanto a tale ricostruzione classica della confluenza dei plurimi interessi che vertono sull'impresa nell'unico concernente l'efficiente controllo sulla gestione, l'idea che soci e altri finanziatori possiedano più interessi complementari di quanto non faccia presumere la tensione nella struttura del capitale sociale è stata più recentemente confermata dallo sviluppo dei mercati e dalla connessa evoluzione dei contratti di finanziamento, all'origine tra l'altro della diffusa prassi nota come *decoupling*. Sono i rilievi di D. GROSHOFF, *Would "junkholder primacy" reduce junk corporate governance?*, 13 *J. Bus. & Sec. L.* 59 (2012), in critica al tradizionale assunto per il quale *bondholders* e *stockholders* sono relatori di interessi confliggenti in "four general areas: (1) making dividend payouts; (2) diluting bondholder claims by issuing additional debt; (3) substituting high-risk projects for low-risk projects that increase equity value and reduce bondholder claims; and (4) underinvesting-or substituting no projects or low-risk/low-return projects-due to bondholders rejecting positive net present value projects".

H.T.C. HU, B. BLACK, *Hedge Funds, Insiders, and Empty Voting: Decoupling of*

di un canale privilegiato per acquisire determinate informazioni, alle quali tendenzialmente reagisce quando si evidenzia una conduzione insoddisfacente degli affari, avvalendosi dei diversi strumenti a sua disposizione che possono variare dall'incidenza sulla prosecuzione del rapporto (potendosi configurare quale sorta di *exit*) sino all'intervento diretto nelle dinamiche di questo e in particolare sulle scelte di conduzione dell'impresa (in forma di prerogative c.d. di *voice*), in ogni caso prestandosi a originare conseguenze positive in una prospettiva non meramente egoistica. Le reazioni indicate, o anche solo la prospettazione di esse, possono infatti, per un verso, indurre gli amministratori a correggere la politica gestionale risultata insoddisfacente, con una propagazione dunque potenzialmente positiva degli effetti di tale mutamento²¹; d'altro canto, l'iniziativa o anche solo la contestazione di uno *stakeholder* ha in sé il valore di un'informazione utile agli altri, alcuno dei quali potrebbe trovarsi in una condizione migliore per intervenire sulla gestione, anche in tal caso con un vantaggio indiretto collettivo²².

Economic and Voting Ownership in Public Companies, 13 *J. Corp. Fin.*, 343-367 (2007), illustra come, sebbene la regola tradizionale che collega il voto al possesso azionario, e dunque all'interesse economico, risponda alla volontà di incentivare il corretto esercizio del relativo potere, secondo alcuni modelli anche la prassi nota come *vote buying* possa talvolta essere efficiente. I nuovi derivati e altri sviluppi del mercato dei capitali consentono oggi agli azionisti di scindere i diritti di voto dalla proprietà economica delle azioni (fenomeno detto "*new vote buying*"), possibilità della quale si avvalgono specialmente gli *hedge funds*, che pervengono ad acquisire più voti rispetto a quelli collegati alla proprietà economica ("*empty voting*"), a prescindere che questa possa essere a sua volta non occultata ("*hidden ownership*"), e spesso essendo in condizione di acquisire di fatto i voti quando necessari ("*hidden voting ownership*").

²¹ Come evidenziano D. DICHEV, D.J. SKINNER, *Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis*, 40 *J. Acct. Res.* 1091, 1096 (2002), i *covenants* condizionano la condotta degli amministratori per il peso delle conseguenze che deriverebbero da una loro violazione. A prescindere, infatti, che la reazione consista in una domanda di immediata restituzione del finanziamento o di accelerazione, o nell'imposizione di restrizioni nella discrezionalità gestionale o di un incremento dei flussi informativi, comunque gli amministratori si troverebbero a dover giustificare le ragioni dell'inosservanza degli accordi, la modifica dei quali, a sua volta, per lo più è concessa dalla banca dietro pagamento di un *fee*.

²² G.G. TRIANTIS, R.J. DANIELS, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, 83 *Cal. L. Rev.* 1073 (1995), i quali identificano una pluralità di meccanismi, anche di fonte legislativa, utili a incanalare gli sforzi dei finanziatori verso lo scopo comune di contenere e correggere condotte dei gestori lesive anche dell'interesse dei soci.

Individuata una possibile convergenza degli interessi delle due categorie, la prima coerente implicazione, come detto, è che sarebbe riduttivo risolvere il tema della legittimità di un coinvolgimento dei finanziatori nelle decisioni di impresa asserendo una preconcepita assoluta incompatibilità con gli interessi dei soci. Come l'efficienza del fenomeno non può essere negata *a priori*, così non vi sarebbero in astratto elementi per ravvisare un conflitto necessario ed escludere di conseguenza, almeno solo su tale base, una redistribuzione del potere tra le due classi di soggetti.

Inoltre, anche nell'ipotesi in cui una conflittualità dovesse manifestarsi, la chiave per gestirla potrebbe rinvenirsi nell'accennato ripensamento delle regole sul governo societario. Al fine varrebbe in particolare la valorizzazione dei meccanismi che rendono l'organizzazione interna, e i singoli apparati che la formano, la sede e lo strumento per la composizione delle diverse posizioni.

Su tali presupposti, si apre peraltro un ventaglio di possibili opinioni in ordine alle caratteristiche che l'interazione nei meccanismi decisionali deve possedere per essere coerente a sistema, all'esistenza in particolare di limiti contenutistici e/o procedurali ai quali connettere la legittimità di un coinvolgimento attivo.

L'orientamento positivo su tali punti tende, per il vero, a tradursi in un giudizio di legittimità indifferenziata dell'influenza dei finanziatori sulle società sovvenzionate, espresso senza distinguere fra flussi informativi e

G.G. TRIANTIS, *Secured Debt Under Conditions of Imperfect Information*, 21 *J. Legal Stud.* 225, 240-43 (1992), nota come un "cooperative monitoring" tra creditori possa valere a ottimizzare l'effettività del controllo stesso, per lo meno quando ciascun creditore impegna in tale attività le sue competenze specialistiche – che per alcuni potrebbero riguardare i macchinari, ad esempio, mentre per altri i profili finanziari – in una sorta di divisione dei compiti di supervisione, eventualmente basata anche su flussi informativi differenti. Nella prospettiva di rendere ottimale la cooperazione, si dovrebbe instaurare una sorveglianza reciproca anche tra creditori, in modo da prevenire omissioni rispetto ai compiti assunti, pur tenendo conto che le ragioni di contenimento dei costi comunque precludono la perfezione del sistema. Sui vantaggi, in particolare in forma di risparmio di spesa, che anche le banche possono trarre dal *cross-monitoring*, J.R. BOOTH, *Contract Costs, Bank Loans, and the Cross-Monitoring Hypothesis*, 31 *J. Fin. Econ.* 25 (1992).

Per una disamina più generale del controllo creditorio in rapporto al conflitto tra creditori, M.J. ROE, F. CENZI VENEZZE, *A Capital Market, Corporate Law Approach to Creditor Conduct*, 112 *Mich. L. Rev.* 59 (2013); sulla capacità dei *covenants* di incentivare il monitoraggio sulla società debitrice, R. RAJAN, A. WINTON, *Covenants and Collateral as Incentives to Monitor*, 50 *J. Fin.* 1113, 1113-16 (1995).

condizionamenti decisionali, anzi descrivendo sinteticamente la relativa prassi come manifestazione di un controllo c.d. creditorio inclusivo di forme di dominio, da parificare a quello fondato su un rapporto partecipativo²³. Come si avrà modo di verificare, per la nostra dottrina come per quella sviluppatasi in altri ordinamenti, una simile risposta è in ampia misura condizionata da quella data ad altre questioni di vertice, in particolare sulla legittimità e sulla forza vincolante di un dominio esterno che origini un'eterodirezione di società.

Proprio in ordine all'estensione delle forme di intervento attivo dei finanziatori reputabili legittime sembrano peraltro potersi svolgere considerazioni ulteriori e in parte diverse.

2. *Gli strumenti finanziari partecipativi quale paradigma di legittimità del controllo creditorio: la prospettiva di indagine.* – Alcuni elementi delle linee di pensiero che si sono riferite sembrano da condividere. Pare, in particolare, innegabile che i finanziatori possano di fatto ottenere nelle dinamiche decisionali un ruolo anche attivo, e che sia di conseguenza necessario assumere i relativi dati empirici tra le variabili per la comprensione degli attuali possibili assetti di governo societario. Si concorda altresì che sarebbe incoerente esprimere una valutazione negativa assoluta sull'allocazione endosocietaria di poteri anche amministrativi a non soci.

Il punto sul quale non si conviene, invece, è che la relativa analisi possa essere effettuata considerando indistintamente tutte le graduazioni del coinvolgimento e dell'acquisizione di potere, dovendosi piuttosto per ciascuna affrontare problemi differenti. Non sembra, più precisamente, che

²³ Indaga in tale prospettiva il rapporto fra controllo partecipativo e creditorio, P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, *passim*. Per un inquadramento generale del tema, M. PALMIERI, *La partecipazione esterna alle società di capitali*, Milano, 2015, *passim*, spec. 181 ss., sugli indici del controllo del "partecipe 'esterno'"; L. PISANI, *Il controllo dei creditori*, in F. BRIOLINI (a cura di), *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2016, 275 ss., 276 (e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, 69 ss.), attento alle "possibili conformazioni del potere dei creditori nella s.p.a."

Presta attenzione ai limiti di validità dei *covenants* G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 498 ss., 507 ss., spec. 509, il quale, facendo propri gli esiti della dottrina tedesca e impostando il ragionamento in termini di proporzionalità degli strumenti di autotutela predisposti dal creditore, subordina il relativo giudizio positivo "alla permanenza dell'autonomia imprenditoriale ed economica del debitore".

il fenomeno possa essere acquisito come unitario, senza discernere ai fini dell'inquadramento sistematico la natura, la vocazione funzionale e l'estensione delle prerogative in parola.

Il passaggio delicato è quello tra la valutazione positiva di un monitoraggio congiunto o comunque ampliato, basato sulla convergenza di interessi che per esso può registrarsi, e l'estensione delle medesime conclusioni positive in ordine alla legittimità delle clausole negoziali che introducano interventi di determinazione – condivisa o addirittura esclusivamente *ab externo* – di scelte attinenti all'organizzazione o alla gestione della società debitrice. È questa ulteriore apertura che pare debba essere rimeditata, in quanto nel nostro ordinamento vi sono dati testuali, oltre che indici di sistema, che supportano esiti interpretativi in parte differenti.

La lettura che si intende proporre e sviluppare trova in particolare supporto nella disciplina degli strumenti finanziari partecipativi, specificamente in quella dei poteri attribuibili statutariamente in forma di diritti amministrativi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, e dell'art. 2351, comma 5, c.c.

In un primo senso si può affermare che le relative previsioni si inseriscono coerentemente nel più ampio dibattito sull'interazione dei creditori nel governo sociale, offrendo nuovi argomenti a sostegno della legittimità del fenomeno. Esse confermano, in particolare, una rinnovata concezione – che dal piano dottrinale è dunque giunta a quello normativo – dell'organizzazione societaria. Trovano invero riscontro le tesi sulla possibilità che questa non esaurisca la sua funzione nell'essere un sistema legale di tutela degli azionisti nelle relazioni con gli amministratori e nella mediazione fra maggioranza e minoranza, venendo ad assumere una valenza aggiuntiva. Gli organi societari possono divenire infatti luogo per gestire interessi ulteriori, per incoraggiarne la convergenza con quelli dei soci oltre che per governare un eventuale persistente conflitto. Al contempo, la disciplina degli ibridi rafforza con immediata evidenza la prossimità fra la posizione dei soci e di altri soggetti coinvolti nell'impresa, affievolendo le ragioni di un diniego aprioristico di un coinvolgimento nei processi decisionali che prescinda dal possesso azionario.

Senonché, per altro verso, occorre registrare come i nuovi strumenti siano stati disegnati in modo da precludere una sovrapposibilità concettuale con la figura dei soci, in particolare con riferimento alle prerogative amministrative. Per l'appunto in relazione a tale seconda portata dei disposti, che potremmo definire “negativa” in quanto intesa a segnalare i

contenuti non attribuibili ai partecipanti non-soci, pare si debba cogliere la base per considerare un giudizio di legittimità del c.d. controllo creditorio subordinato alla sussistenza di talune imprescindibili caratteristiche funzionali del potere esperibile. L'indagine che ci si propone attiene anzitutto alla verifica dei limiti al potere da reputare legittimo.

Occorre inoltre precisare da subito che gli elementi che sembra di trarre dalle relative norme si pongono su due piani, riguardando oltre alle ipotesi di un loro concreto utilizzo da parte dei finanziatori per il formale ingresso nell'apparato sociale, anche i casi nei quali si abbia interazione a prescindere dai veicoli partecipativi ora detti. Pare, infatti, che lo studio delle scelte compiute dal legislatore per il modello *de quo* sia funzionale a interpretare non solo l'istituto specifico e le utilità di un suo impiego, ma un fenomeno più ampio, quale il coinvolgimento dei finanziatori nei processi di governo dell'impresa realizzato con accordi negoziali non incorporati nello statuto. Per questo l'esame che ci si ripropone è duplice, essendo inteso a comprendere le regole alle quali soggiace la collocazione statutaria delle prerogative dei finanziatori per stabilire, in successione, se e come essere valgano anche per le convenzioni non acquisite a quella sede, e dunque prive dell'efficacia e della pubblicità che da essa discendono. La maggiore diffusione che, a oggi, continua ad avere l'opzione per la seconda tipologia di patti, per così dire "paralleli", rafforza del resto le ragioni per indagare la disciplina della partecipazione non azionaria anche quale referente normativo per l'analisi della prassi dei *covenants* non statutari. Su un livello problematico ulteriormente diverso si colloca inoltre il caso, il quale pure solleciterà alcune considerazioni, dell'esercizio di fatto di poteri nelle e/o sulle società.

3. *Diritti amministrativi e partecipazione non azionaria. La nuova concezione dell'organizzazione societaria.* – Prendendo dunque avvio dalla concezione dell'organizzazione societaria desumibile dagli ibridi finanziari, si può preliminarmente notare come attraverso l'attribuzione di diritti amministrativi ai titoli non azionari filtri un nuovo approccio al tema del conflitto tra gli interessi interni ed esterni all'impresa. A fronte di una pluralità di titoli di partecipazione può determinarsi, invero, la compresenza nel medesimo ente di posizioni tra loro non solo distinte nel grado di disponibilità a condividere il rischio d'impresa e nella rilevanza attribuita al coinvolgimento nel governo dell'ente, ma anche potenzialmente

divergenti, legate da un persistente conflitto. Per quanto, infatti, l'ingresso nell'organizzazione possa avvenire in nome dell'obiettivo comune rappresentato dal sostegno alla medesima attività²⁴, l'eventualità di una distonia fra gli interessi che vengono così a coesistere è un fattore ineliminabile. Sennonché, proprio nella detta partecipazione a un unico ente societario, specie se riprodotta nella composizione degli organi di governo e controllo, può cogliersi un nuovo orientamento nella gestione di tali divergenze. Liberata dalle precedenti rigidità, la struttura organizzativa delle società è risultata infatti non solo incrementata nella sua potenziale complessità per incontrare le diverse propensioni all'investimento²⁵, ma pure delineata quale sede di composizione delle plurime istanze²⁶. La

²⁴ B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 1 ss., 9, il quale tiene comunque a distinguere (p. 6) "fra organizzazione dei soci e organizzazione dell'impresa, entrambe riconducibili all'atto costitutivo di società ma riconoscendosi allora profili di regolazione (negoziale) di azioni umane diversi", e ravvisa l'esclusione degli strumenti finanziari dal voto nell'assemblea generale degli azionisti come una comprova di tale differenza.

²⁵ B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, cit., 28 parla di apertura "verso un modello polisemico di organizzazione, ex atto costitutivo, del finanziamento di impresa" e coglie una continuità rispetto a figure già accolte nel nostro ordinamento, quale la società unipersonale, e rispetto alla scelta di diversificare in categorie le azioni.

²⁶ Ciò avviene creando "un'organizzazione complessa, comprensiva di suborganizzazioni" (B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, cit., 4, nt. 9) o, se si preferisce, sostituendo un'unica organizzazione con una pluralità di organizzazioni (A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268 ss., 1314).

Per C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 1, Torino, 2006, 5 ss., 20 ss., sono proprio i "temi finanziari" a segnare il passaggio da un'organizzazione della società come "gruppo dei soci" a un'organizzazione dell'impresa. Il primo argomento a sostegno di tale ricostruzione sarebbe la possibile "estraneità" dei soci stessi rispetto all'attività imprenditoriale: in ragione di ciò, infatti, si potrebbe giustificare l'attenuarsi "sul piano socio-economico" della distinzione rispetto ad altre posizioni finanziarie e conseguentemente, sul piano tecnico-giuridico, si potrebbe intendere la società come organizzazione non solo degli azionisti, ma di tutti i titolari di strumenti finanziari. Alla medesima conclusione condurrebbero la difficoltà di individuare una comunanza di interessi tra soci quando alcuni di essi abbiano azioni postergate o correlate, nonché l'esistenza di tratti di disciplina nei quali è implicitamente assunta una disomogeneità tra le posizioni dei soci (tra gli esempi vi è la soglia quantitativa per l'impugnazione delle deliberazioni assembleari annullabili, che segna la distinzione tra soci portatori di interessi finanziari ristorabili per equivalente e soci interessati alla gestione dell'impresa).

compartecipazione al medesimo ente determina il passaggio dalla categoria delle conflittualità potenziali a quella della conflittualità concreta, rendendo più vicina la prospettiva della conciliazione.

A questo riguardo, la presenza nell'organo di amministrazione o controllo di un componente designato dai portatori di strumenti finanziari, superando l'esclusività delle prerogative di nomina in capo agli azionisti, non solo concorre a una nuova configurazione della relazione tra proprietà e controllo²⁷, ma è funzionale altresì a introdurre nella dialettica in-

Il medesimo orientamento legislativo sembra avere diretto al fenomeno della segregazione patrimoniale di cui agli artt. 2447-*bis* e ss., che intenderebbe rispondere alle istanze del mercato proprio sviluppando articolazioni organizzative complesse, interne a un unico ente e sorrette da un sistema informativo idoneo a garantire un esercizio consapevole dell'autonomia contrattuale. Quest'ultima è avvalorata, infatti, come strumento per la conservazione della garanzia patrimoniale e per la gestione dei conflitti tra creditori, determinando il passaggio da un sistema rigido di cautele legali precostituite a un sistema in cui è consentito al singolo che ne abbia l'iniziativa negoziale il mezzo per interagire nelle scelte gestionali dell'impresa finanziata. Nel meccanismo dell'opposizione può leggersi dunque l'introduzione di un regime alternativo in seno a quello basato sul capitale, ispirato da una logica contrattualistica anziché istituzionalistica e fondato su una capacità di informazione propria anche delle nuove forme di finanziamento partecipativo (così F. FIMMANÒ, *Assetti rigidi ed assetti variabili nell'articolazione del patrimonio della s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 883 ss., il quale esplica pure il collegamento tra l'articolazione della struttura organizzativa nell'ipotesi di patrimoni destinati e la strumentalità al mercato propria dei nuovi meccanismi informativi alternativi al capitale sociale). Le due ultime prospettive anzi si coniugano nella previsione di strumenti finanziari emessi in seno a un'operazione di destinazione patrimoniale.

²⁷ Una novità invero relativa, che potrà essere utilmente raffrontata al precedente caso di amministratori e sindaci nominati dallo Stato o da enti pubblici.

Come noto, e come comunque meglio si vedrà, l'opzione del legislatore del 1942 di rimettere la scelta degli amministratori in via esclusiva alla volontà assembleare, mantenendo una netta distinzione tra azioni e obbligazioni sul piano dei diritti amministrativi, era immediata conseguenza della fede nella correlazione tra proprietà, intesa quale rischio residuale legato all'investimento, e potere gestionale. Si suole dire, a tale proposito, che la dissociazione tra i due termini, che inevitabilmente si correla alla distribuzione organica delle competenze, trova contemperamento proprio nel potere di scegliere a chi affidare la conduzione della società. La decisione di introdurre deroghe a tale regola può aver trovato motivo nelle sollecitazioni del mercato, giacché a lungo l'ordinamento italiano è stato accusato d'inefficienza a fare fronte alle esigenze di crescita di un tessuto economico che pareva ricevere un trattamento peggiore rispetto a quello accordato dalla maggiore flessibilità delle legislazioni straniere. Ammesso che questa sia la ragione storico-economica del fenomeno, i quesiti di diritto che si pongono sono plurimi. Su un piano generale, è da comprendere come la diversificazione degli strumenti di finanzia-

traorganica la ponderazione anche degli interessi del gruppo votante, senza per questo legittimare a perseguirli se in conflitto con quello sociale. Lo scenario che la moltiplicazione degli interessi coinvolti nella società tratteggia è, più precisamente, quello del rafforzamento della funzione di conciliazione propria degli amministratori. Sollecitati dalla comune soggezione al medesimo regime di responsabilità verso la società, verso creditori e singoli soci o terzi, questi sono infatti chiamati a comporre l'interesse alla continuità aziendale con quelli delle diverse categorie di titolari di strumenti finanziari²⁸.

In una prospettiva simile si presta a essere considerata la prerogativa di voto su specifiche materie giacché, nella misura in cui vale a impedire iniziative della società idonee ad arrecare pregiudizio alla categoria di finanziatori che disponga del relativo privilegio amministrativo, realizza pure essa una gestione preventiva del conflitto.

I nuovi strumenti mostrano dunque il peso che le istanze di competitività nell'accesso al finanziamento – come, in un senso più lato, le vicende economiche²⁹ – hanno esercitato sulle scelte di riforma. Il legislatore

mento e, più in particolare, la previsione dei diritti amministrativi di cui all'art. 2351, comma 5, c.c., alterino la logica sottesa alla precedente impostazione.

Sulla dissociazione tra proprietà e controllo alla luce dell'intervenuta riscrittura del diritto azionario, G.B. PORTALE, *Proprietà e organizzazione dell'impresa (per gli ottant'anni di Guido Rossi)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, 411 ss., 415.

²⁸ Sulla funzione di mediazione degli amministratori è portata l'attenzione in F. GALGANO, R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, 1, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XXIX, Padova, 2006, 40 ss., 56 ss., 60 ss., ove lo stesso acquisto di una "formale autonomia" dell'organo amministrativo rispetto all'assemblea è letto come indice della volontà dei legislatori europei di introdurre un fattore nuovo nelle dinamiche legate al controllo della ricchezza: la presenza di un "esecutivo forte" è individuata, infatti, come presupposto per soddisfare l'istanza istituzionalistica ad un apprezzamento dell'"impresa in sé", indipendente dalle specifiche esigenze della maggioranza azionaria e più in generale dalla qualifica di azionista di chi ne è portatore, in quanto sintesi – specie nella legislazione tedesca e britannica – "dell'interesse dei soci e non soci". In questo senso si ravvisa una singolare convivenza tra logica contrattualistica, alla quale possono ancora ispirarsi le decisioni assembleari, e prospettiva istituzionalistica, che guiderebbe la ricordata opera di mediazione degli amministratori.

²⁹ Riferendosi al tema del conflitto di interessi e ai tentativi di trovare per esso una soluzione legislativa, G. ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, in AA.VV., *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, I, Milano, 2007, 27 ss., 37, scrive di un "rapporto di causa ed effetto alla struttura economica, politica,

non ha assecondato le impostazioni che tradizionalmente risolvono in una prevalenza netta, in favore dei soci, i rapporti tra gli interessi che si intrecciano nelle vicende societarie. Ha piuttosto aperto l'organizzazione degli enti capitalistici in modo da renderli il luogo idoneo all'istituzionalizzazione di una coesistenza di plurimi interessi finalizzata non al perseguimento univoco di alcuni di essi, bensì al reciproco contemperamento³⁰.

Per il vero, anche a prescindere dal carattere ibrido è esatto definire il finanziamento come variabile idonea ad arginare le spinte egoistiche dei soci, incidendo sulle politiche di distribuzione e quindi indirettamente di gestione³¹. Il riferimento testuale a diritti di partecipazione anche amministrativa innova, però, i fattori del dibattito classico sul punto. Di contro all'impostazione tradizionale, per la quale i diritti dei creditori concretano un limite alle prerogative degli azionisti, l'assegnazione di un ruolo endoprocedimentale apre la prospettiva di un condizionamento reciproco

sociale e culturale dei diversi contesti nazionali, sistemi di mercato e ordinamenti giuridici nei quali le società operano”.

³⁰ Si evidenzia, in particolare, che se nell'approccio teorico può risultare agevole percorrere la logica delle posizioni nette piuttosto che dare spiegazione di un conflitto latente e insuperabile, è solo quest'ultimo ad aversi negli ordinamenti positivi. Ed è inevitabile che sia così, poiché nel tema dell'impresa “[S] sono in gioco interessi più che principi astratti”, emerge “l'intensa carnalità del diritto, una carnalità che è immediatamente conseguente al suo affondare nei fatti economici” piuttosto che la “purezza delle forme giuridiche” (P. GROSSI, *Scienza giuridica italiana. Un profilo storico. 1860-1950*, Milano, 2000, 194). Assumendo tale prospettiva, la stessa evoluzione storica del dibattito sull'interesse sociale si presta a essere riconsiderata come una contrapposizione a servizio più di una sistemazione dottrinale della materia che di una fotografia della realtà (sulla necessità di colmare il divario tra le due prospettive, F. DENOZZA, *Logica dello scambio e “contrattualità”*: la società per azioni di fronte alla crisi, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5 ss.). Proprio le soluzioni offerte alle esigenze del finanziamento, caratterizzate dal sacrificio della tipicità dei modelli organizzativi in favore dell'acquisita rilevanza “sociale” di una pluralità di interessi confliggenti, possono rappresentare un piano privilegiato per indagare come al variare della struttura finanziaria e di quella di governo assuma connotazioni mutevoli anche la composizione reale e teorica delle posizioni di quanti a diverso titolo partecipano alla società. Tanto significa poter considerare i termini in cui contrattualismo e istituzionalismo sopravvivono nel nuovo contesto normativo con la libertà di non dover aderire all'uno o all'altro, ma di poterne dare rilettura in un'ottica di convergenza e coesistenza anziché di antitesi, e con l'intenzione primaria non di individuare una composizione teorica generale del sistema, ma di cogliere a partire dalle disposizioni, e non dall'ideologia, una guida anti-formalistica di applicazione delle norme.

³¹ Basti pensare ai vincoli imposti dall'art. 2413 c.c.

tra tali posizioni. Risulta, infatti, come non solo l'interesse dei soci debba considerarsi limitato da quello dei creditori (così come individuato dalle clausole legali e da quelle ulteriori che l'autonomia privata può elaborare), ma che anche il secondo interesse (e con esso le prerogative amministrative deputate a salvaguardarlo) sia limitato dal primo.

4. *La prossimità tra soci e finanziatori.* – Sotto un ulteriore profilo, come accennato, la contestualizzazione nel più ampio dibattito sul ruolo dei creditori nella *corporate governance* consente di cogliere nella disciplina degli strumenti finanziari partecipativi altresì una conferma dell'avvicinamento di soci e altri creditori in termini di assottigliamento delle relative differenze.

L'incrementata complessità della struttura finanziaria delle società, specie ove introduce una scissione su base volontaria fra la disponibilità di diritti amministrativi e la partecipazione al contratto sociale, rende infatti meno definiti i confini tra titoli di debito e azioni. E in tal modo contribuisce a far divenire obsolete ricostruzioni delle dinamiche del governo societario che adottino quale punto focale esclusivo la centralità dei soci. Quantomeno, la dissociabilità fra titolarità di diritti amministrativi e di azioni motiva un riesame delle antiche convinzioni sul governo degli interessi, e in particolare sulla distribuzione dei poteri endosocietari, con l'intenzione di comprendere in quale misura siano state condizionate dall'assetto codicistico originario, caratterizzato da una struttura finanziaria basica con titoli azionari e titoli di debito tra loro nettamente distinti³², e soprattutto come siano state incise dalle novità normative nel frattempo intervenute. In questa prospettiva, gli ibridi sono solo uno degli elementi che concorrono a un processo di revisione che ha origini e oggetto assai più ampi.

La configurazione della struttura finanziaria delle società di capitali attuata con la riforma ha come noto coinvolto anche regole – quali pro-

³² Valga, a tale riguardo, considerare che anche nelle realtà estere che in diversa misura hanno influito sulla sensibilità degli studiosi del nostro ordinamento, gli strumenti ibridi hanno conosciuto a lungo una diffusione limitata, scontrandosi con il forte radicamento dell'opinione per la quale l'attribuzione agli azionisti dei diritti amministrativi è la scelta allocativa da privilegiare in ragione della qualità di *residual claimant* loro riconosciuta. In argomento, v. F. PARTNOY, *Financial innovation and corporate law*, 36 *J. Corp. L.* 799 (2006).

porzionalità tra iniziativa e responsabilità³³, corrispondenza tra un'azione e un voto³⁴, principio di maggioranza³⁵ e di eguaglianza tra gli azionisti³⁶ – che a lungo hanno costituito il supporto e insieme la manifestazione

³³ Così G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35 ss.

³⁴ Sull'interpretazione di tale regola quale emersione normativa della proporzione tra rischio assunto e potere sociale, v. G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra i soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, 143; G. SENA, *Il voto nell'assemblea della società per azioni*, Milano, 1961, 258 ss.; sul fenomeno noto come *empty voting*, D. SCANO, *Conflicts of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, 163 ss., che lo analizza comparando manifestazioni e letture dottrinali statunitensi e dell'Europa continentale, per ricondurlo infine all'istituto del conflitto di interessi; per una visione sistematica, F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 191 ss., che analizza l'ampio tema dell'"allentamento" e "scollamento" tra potere deliberativo e rischio dell'investimento anche alla luce dei principi che devono informare la condotta di terzi e soci, e delle tutele – invalidatorie, obbligatorie e "organizzative" – attivabili in ipotesi di abuso.

Sui riflessi interpretativi della recente apertura alla maggiorazione del voto nelle società quotate, anche E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto" (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 78 ss. Sul tema del voto plurimo e maggiorato, e sulle implicazioni sul principio di proporzionalità tra potere di gestione e rischio di impresa, si rinvia, per tutti, a AA.VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016.

³⁵ Con riferimento alle regole di funzionamento degli enti capitalistici, la disomogeneità di interessi tra soci ha sinanco indotto parte della dottrina ad asserire che la regola maggioritaria conserva validità solo nelle società ad azionariato ristretto. Il dibattito è ricostruito da P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 116, nt. 81; D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 476; in argomento, già G. FERRI, *Potere e responsabilità*, cit., 35, 50 ss.

³⁶ A tale riguardo merita ricordare come l'iniziale resistenza dei legislatori a consentire una diversificazione delle azioni fosse spiegata alla luce della lesione che per l'effetto veniva a patire la parità di trattamento tra azionisti, caposaldo sul quale si riteneva costruita la società per azioni (così A. PAVONE LA ROSA, *Profili della tutela degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1965, 72, 82 s.; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 2 ss.).

Su tale ultimo profilo si è di recente soffermato V. BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 551 ss., che nel rilevare tracce codicistiche di quella che definisce una "edulcorazione" del canone della parità di trattamento, riconduce le medesime a ragioni legislative in parte divergenti, ma aventi un "comune denominatore". Per quanto, infatti, talune norme siano espressione della "relatività del principio giustificata dalla prevalenza di un interesse diverso" e talaltre "del

ne dell'assunto per il quale a garanzia dell'accortezza della gestione è necessario che essa sia allocata in capo a chi sia a essa "interessato", in quanto destinato a sopportare il rischio delle scelte assunte³⁷. Il supera-

perenne conflitto tra parità di trattamento e autonomia privata", in ogni caso è ravvisabile la volontà di riconoscere la "prevalenza dell'interesse dell'impresa-società" su quello dei membri *uti singuli*. La quale osservazione – specie per l'accento che l'Autore tiene a porre sul riferimento all'*impresa-società* – sembrerebbe assonante con quanto considerato sul rapporto di funzionalità tra la diversificazione delle posizioni attribuibili ai finanziatori nell'organizzazione e la necessità di agevolare l'accesso delle imprese al credito latamente inteso. In linea con queste considerazioni appaiono quelle sviluppate da G. OPPO, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Liber amicorum*, cit., 715 ss., spec. 717, che nell'interrogarsi sui limiti alla disparità di trattamento tra azionisti rileva come una piena giustificazione di quest'ultima presupponga uno spostamento "dal terreno contrattuale al terreno istituzionale", giacché se il primo richiede il rispetto di un equilibrio tra le prestazioni dei contraenti, tale esigenza può viceversa essere superata se si assume a referente l'interesse dell'impresa-istituzione.

Già C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 2 ss., 8, rilevava il prevalere dell'autonomia contrattuale sulla parità di trattamento.

Allo stato delle norme, l'eguaglianza cessa di poter essere intesa non solo nel senso "sostanziale" di proporzionalità tra investimento e prerogative di partecipazione, ma anche nell'accezione "debole" di "eguale dovere di effettuare un conferimento". Così G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra i soci*, cit., 164 s. Il raffronto dell'art. 2247 con il nuovo art. 2346, comma 4, c.c. induce, infatti, il favore della dottrina per l'idea che l'attribuzione delle azioni possa prescindere dall'esecuzione diretta di un conferimento, rimanendo irrilevante la coincidenza tra l'autore di questo e l'assegnatario dei titoli di partecipazione. Ciò anche in ragione del fatto che un'interpretazione restrittiva sarebbe facilmente superabile da un conferimento simbolico accompagnato da un'assegnazione non proporzionale. In tal senso, G.A. RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in P. BENAZZO, S. PATRIARCA, G. PRESTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003, 107 ss., 111; favorevole anche C. FORMICA, *Commento agli artt. 2346-2354*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005, 169. Sul problema "dei soci non conferenti" e dei "conferenti non soci", v. anche F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 17 ss.

Per chi segue tale linea interpretativa, la nozione di azionista è dunque oggi riferibile anche a chi non abbia direttamente provveduto ad alcun conferimento. Se poi a tale opinione si accompagni l'adesione alla tesi, che pure si va enucleando, sul superamento del divieto di patto leonino (cfr. L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 195 ss., che giunge a considerare un possibile tramonto dell'art. 2265 c.c.), il medesimo azionista potrà giovare di una clausola non solo di postergazione alle perdite, ma financo di esclusione da queste.

³⁷ P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni: profili organizzativi*, Milano, 1975, 7 ss.

mento di una proporzionalità necessaria tra conferimento e assegnazione delle azioni, tra diritti sociali ed entità della partecipazione, tra diritti patrimoniali e amministrativi³⁸, in particolare, ha cancellato la possibilità di riferirsi all’“azionista” come a una figura unitaria e nettamente distinta rispetto agli altri apportatori di risorse, dando così nuovo alimento alle note discussioni sull’impatto interpretativo della distinzione fra “azionisti risparmiatori” e “azionisti imprenditori”³⁹, e più in gene-

³⁸ L’azione, seppure già resa plurima dalla previsione di categorie privilegiate, a voto limitato e di risparmio, prima della riforma poteva essere ricondotta a elementi definitivi certi, non lesi da una specialità che era pur sempre circoscritta dalla volontà legislativa. Ciò, perlomeno, secondo l’interpretazione preferita dalla dottrina maggioritaria, per la quale si può fare riferimento a M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, 2*, Torino, 1991, 51 s., e a C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario*, Schlesinger, Milano, 1992, 62.

Più di recente, F. MARTORANO, *Commento all’art. 2348*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, I, Torino, 2003, 135 ss., 137, scrive che “il principio dell’equilibrio tra poteri gestori e diritti patrimoniali esclude la possibilità di comprimere o escludere il diritto di voto per una parte delle azioni senza una corrispondente attribuzione di maggiori diritti patrimoniali”; a detta conclusione perviene anche A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 467 ss., 473, il quale argomenta a partire dal principio della parità di trattamento degli azionisti. *Contra* D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra i soci*, cit., 199, per il quale l’intervento riformatore del 2003 ha degradato la regola della proporzionalità tra potere e rischio da “principio immanente al sistema” a “mera regola suppletiva”, cosicché risulta vano “ogni tentativo di fondare su di essa il carattere cogente e inderogabile della regola che ne costituirebbe l’applicazione a valle, ovvero il principio di bilanciamento tra diritti amministrativi e patrimoniali”.

³⁹ Sulla possibilità di individuare tale distinzione come elemento legato alle stesse radici storiche della società per azioni, cfr. C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Liber amicorum*, cit., 5 ss., 22; diversamente, per le s.r.l., C. IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 143 ss.

Spunti sulla conseguente necessità di garantire strumenti di controllo e autodifesa agli azionisti si trovano già in T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 1 ss., spec. 3. Per un’interessante ricostruzione storica, a partire dall’Ottocento e dal concetto di democrazia azionaria del tempo, G. MIGNONE, *Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario*, Napoli, 2013, 3 ss.

Si vedano, peraltro, le osservazioni di G.B. PORTALE, *Tra diritto dell’impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 133 ss., sulla non attualità dell’identificazione delle società per azioni quali “società di sacchi di denaro”, considerata la possibilità che quelle che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio siano oggetto di un processo statutario di “personalizzazione”.

rale a quelle sul pervasivo conflitto di interessi tra i soci.

Più in generale, il descritto sgretolamento delle precedenti certezze teoriche ha indotto a parlare di crisi del rapporto fra conferimento e potere di partecipare alla gestione dell'impresa⁴⁰: un'espressione di sintesi studiata per le società per azioni, ma in realtà capace di un'efficacia descrittiva più ampia, che supera non solo i confini del tipo, potendo reiterarsi in termini non dissimili per le società a responsabilità limitata, ma anche quelli del nostro ordinamento. Il processo evolutivo che ha riguardato la materia delle forme di investimento e più in generale la struttura finanziaria societaria, è infatti comune alle esperienze estere e come in queste è segnato dalla difficoltà di comprendere i termini entro i quali sia da reputare alterata o alterabile la logica che informa le dinamiche che correlano rischio patrimoniale, diritti amministrativi e governo societario⁴¹.

⁴⁰ A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia statutaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 641 ss., 645, che continua comunque a ravvisare una "essenziale correlazione" tra i due termini limitatamente agli azionisti ordinari.

⁴¹ Sono molti i tratti che accomunano, delineando quasi un moto di allineamento, l'evoluzione della struttura finanziaria della società per azioni alle corrispondenti esperienze estere.

Profili di uniformità si possono individuare rispetto alla soluzione statunitense, divenuta tra i paradigmi più apprezzati, e diversamente emulati, di adeguatezza delle risposte giuridiche alle esigenze del finanziamento, conoscendo la più ampia diffusione del fenomeno del *venture capital* e generalmente dell'uso di strumenti ibridi di partecipazione all'organizzazione societaria. L. ENRIQUES, *Quartum non datur: Appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 166 ss., 171, impiega la formula con la quale intitola lo scritto per sintetizzare la struttura finanziaria statunitense e anglosassone: *shares, bond* e, a unire le due categorie, strumenti ibridi non delimitati in fattispecie autonome, bensì creati per il tramite di una varietà di clausole che rende superflua la previsione di una categoria autonoma di strumenti partecipativi.

I primi strumenti ibridi, mutuanti caratteristiche sia dai titoli azionari sia da quelli di debito, divennero noti alla realtà americana già negli anni '20, quando iniziarono a diffondersi azioni prive di diritto di voto o con diritti fluttuanti sui dividendi accanto a un'ampia gamma di obbligazioni convertibili. Anche in tale cornice, la flessibilità nell'assegnazione del voto ha rappresentato l'esito di una maturazione graduale per molti versi affine all'*iter* seguito dalla legislazione italiana. Il percorso, legislativo e giurisprudenziale, che nell'ordinamento statunitense ha reso la regola *one vote one share* da imperativa a derogabile, è efficacemente ricostruito da D.L. RATNER, *The government of business corporations: critical reflections on the rule of "one share, one vote"*, 56 *Cornell L. Rev.* 1 (1970). Al riguardo, interessa notare come anche tale evoluzione sia stata

L'accesso alle prerogative amministrative da parte dei non azionisti si inserisce in questo quadro, contribuendo a complicare ulteriormente non solo le configurazioni possibili della struttura finanziaria, ma anche l'individuazione delle ragioni per mantenere la figura dell'"azionista" distin-

segnata da discussioni sull'esistenza di limiti all'autonomia statutaria nell'allocazione dei poteri di voto e di riflesso di controllo della società, in particolare in rapporto alla possibilità di creare azioni a voto limitato o assente (favorevoli a una libera configurazione delle prerogative di voto, *General Inv. Co. v. Bethlehem Steel Corp.*, 87 NJ Eq 234, 100 A 347; *Miller v. Ratterman*, 47 Ohio St. 141, 24 N.E. 496; *St. Regis Candies, Inc. v. Hovas*, 117 Tex 313, 3 SW2d 429, 8 SW2d 574; *Bowman v. State Bank of Keysville*, 229 Va 534, 331 SE2d 797; nel senso, invece, che l'autonomia statutaria sia limitata dalla *public policy* per la quale una società deve essere condotta dalla maggioranza dei suoi azionisti, *Cone v. Russell & Mason*, 48 N.J. Eq. 208, 21 Atl. 847; *White v. Thomas Inflatable Tire Company*, 52 N.J. Eq. 178, 28 Atl. 75; *Chapman v. Bates*, 61 N.J. Eq. 658, 667, 47 Atl. 638, 88 Am. St. Rep. 459). Dacché il *Revised Model Business Corporation Act* ha previsto che nell'atto costitutivo possono essere inserite variazioni nell'attribuzione dei diritti amministrativi alle singole classi di azioni (*Rev. Model Bus. Corp. Act.* (1984) § 6.01), gli stati federati hanno generalmente adeguato in tal senso le loro legislazioni. È nota in particolare l'ampiezza con la quale la legislazione del Delaware ammette la creazione di plurime classi azionarie (Del. Code Ann. tit. 8, § 151(a)), con una flessibilità che gli interventi giurisprudenziali hanno ulteriormente valorizzato. La Corte del Delaware ha, infatti, non solo sostenuto fin dagli anni '60 la legittimità di azioni aventi diritti amministrativi e non diritti patrimoniali (*Lehrman v. Cohen*, 222 A.2d 800 (Del. 1966)), ma ha altresì approvato modelli di voto capitario (*Sagusa, Inc. v. Magellan Petroleum Corp.*, C.A. No. 12977, 1993 WL 512487 (Del. Ch. Dec. 1, 1993), *aff'd*, 650 A.2d 1306 (Del. 1994)), e ammesso clausole statutarie di voto cumulativo nell'elezione degli amministratori (Del. Code Ann. tit. 8, § 214).

La legittimità dell'operazione non ha, però, risolto i problemi sistematici, che sono continuati a emergere seppure in un ragionamento a termini invertiti. Le determinazioni negoziali che prima erano di dubbia validità sono divenute la regola, ma la coerenza del sistema è continuata a essere indagata per verificare se in essa siano da ravvisare limiti all'autonomia privata in funzione di tutelare la particolare meritevolezza di talune situazioni giuridiche. Si assiste, così, all'introduzione di clausole per il contenimento dei diritti di voto delle c.d. *fractional shares* (District of Columbia Code Ann § 29-101.21), o per l'attribuzione di un voto proporzionale (Arizona Rev Stat Ann § 10-604; Colorado Rev Stat § 7-106-104; Massachusetts Gen L ch 156B § 41; Michigan MCL § 450.1338 subd (1); Ohio Rev Code Ann § 1701.24). Rimane, inoltre, generalmente fermo che tutte le azioni, anche quelle indicate come "*non voting*", sono titolate a votare in presenza di mutamenti fondamentali o di materie che scalfiscano i loro diritti (*Model Bus. Corp. Act* (1984) § 10.04(d)). Per alcune legislazioni statali, infine, deve esservi sempre almeno una classe avente pieni diritti di voto (California Corp. Code § 400(a); New York Bus. Corp. Law § 501(a); Tennessee Code Ann. § 48-16-101).

ta dalle altre categorie di investitori, in specie sul piano dei privilegi amministrativi attribuibili. Non a caso la nuova possibile complessità organizzativa, e in particolare la presenza attiva che il legislatore ha espressamente consentito ai portatori di strumenti finanziari, ha da subito sollecitato la dottrina a interrogarsi sulla possibilità di continuare a riferirsi alla posizione dei soci in termini di sovranità, o quantomeno sul carattere assoluto o relativo di tale primato⁴², sino all'affermazione per cui gli ibridi sarebbero argomenti a supporto della legittimità del dominio creditorio.

La prospettiva con la quale si intende condurre lo studio dei profili accennati, approfondendo in particolare l'entità e la rilevanza sistematica delle alterazioni che gli strumenti in parola possono produrre rispetto all'organizzazione sociale e ai rapporti fra i diversi compartecipi all'ente, è in parte differente, basandosi sull'assunzione e sull'integrazione di due punti di osservazione.

Se in un primo senso, infatti, gli strumenti ibridi rilevano, come detto, in quanto confermano un margine di compatibilità con un ruolo non meramente passivo dei finanziatori, vi è anche una seconda chiave di lettura da non trascurare. Poiché, infatti, l'apertura all'attribuzione di diritti amministrativi è avvenuta precisando alcune preclusioni, sembra si debba dare considerazione a entrambi gli aspetti, quello positivo per l'indice di compatibilità e la revisione dei ruoli dei diversi apportatori di risorse finanziarie alla società, e quello negativo, per i limiti imposti a tale riassetto. Cioché le potenzialità di un coinvolgimento dei creditori possono essere colte appieno solo individuando i punti di rigidità del sistema rispetto alle allocazioni possibili dei poteri sull'impresa.

5. La legittimità del controllo creditorio meramente "difensivo". – Enucleate queste due componenti della disciplina – di apertura, ma al contempo di limitazione dei possibili ruoli di potere dei finanziatori – sembra proficuo, anche allo scopo di una loro corretta valorizzazione all'interno di un disegno legislativo unitario, impostare la ricerca prendendo avvio dalle istanze alla soddisfazione delle quali le norme sugli strumenti finanziari

⁴² Sulla discussione in ordine alla possibilità di riferirsi all'assemblea quale "organo sovrano", comunque non "onnipotente", N. ABRIANI, *L'assemblea*, in *Le società per azioni*, nel *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, t. I, Padova, 2010, 433 ss., spec. 434 s.

Per ogni ulteriore riferimento bibliografico si rinvia al secondo capitolo.

partecipativi paiono funzionalmente dedicate. La qual prospettiva giova del resto a porre le basi anche per l'accennato confronto con la prassi contrattuale, consentendo di mantenere distinte le aspirazioni creditorie che, pur presenti nel tessuto economico, non sono state ritenute tutelabili, quanto meno sul piano statutario.

In quest'ottica, il contesto teorico di riferimento è la riformulazione della struttura finanziaria avviata con l'intervento organico del 2003, nella quale si trova manifestazione dell'intento – che ha del resto caratterizzato le riforme dell'ultimo decennio – di agevolare l'accesso al finanziamento⁴³.

È noto come la traccia più evidente di tale volontà sia la maggiore flessibilità dello strumento azionario, giacché la possibile modulazione in distinte categorie, nelle quali combinare variamente diritti patrimoniali e amministrativi, consente di intercettare e rappresentare la più ampia gamma di inclinazioni alla partecipazione e all'investimento⁴⁴. Identica utilità è riconosciuta alla delineazione di ulteriori modelli di finanziamento dell'iniziativa societaria: l'accoglimento nel codice di tipologie obbligazionarie già conosciute dalla prassi ma precedentemente non regolate a livello legislativo⁴⁵, e la predisposizione del modello aperto degli stru-

⁴³ Gli Autori che per primi hanno indicato le linee di interpretazione della riforma del 2003 hanno condiviso l'osservazione per la quale il legislatore ha opportunamente valorizzato la società per azioni nei profili di funzionalità al finanziamento dell'impresa. In tal senso U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Riv. soc.*, 2004, 1083; S. FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 728, il quale commenta i principi generali per la riforma delle società di capitali parlando di “‘favor’ legislativo per il carattere d'impresa della società, quale strumento privilegiato per l'esercizio collettivo delle attività economiche e quindi produttrici di nuova ricchezza”; G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in C. MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma* (Atti del convegno – Cassino, 9 ott. 2003), Milano, 2004, 69, ove a titolo di paragrafo significativamente si legge la descrizione della società per azioni come “disciplina del finanziamento dell'impresa”.

⁴⁴ Per tutti, C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004; A.M. LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008.

⁴⁵ La partecipazione alla società di finanziatori non azionisti era estranea al disegno originario del codice, ma non alla prassi applicativa, che aveva destinato tale ambito all'esercizio dell'autonomia privata: sul punto cfr. le osservazioni di D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 492 s.

menti finanziari, partecipativi e no, rappresentano innovazioni di particolare significato proprio per l'eterogeneità di posizioni che rendono acquisibili.

La diversificazione delle modalità di partecipazione finanziaria risponde però alle istanze degli investitori anche in una seconda, più ristretta accezione, che concerne specificamente gli strumenti finanziari partecipativi. Rendendo possibile corredarli di diritti amministrativi, consentendo per la prima volta l'allocazione diretta di questi, ossia non mediata da diritti limitati su azioni, in capo a non soci⁴⁶, il legislatore ha introdotto una forma di

Delle diverse forme di organizzazione del finanziamento davano già conto T. ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, II, 687 ss.; G.B. PORTALE, *I conferimenti in natura "atipici" nella s.p.a.*, Milano, 1974, *passim*; ID., *"Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili" (appunti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, 1 ss.

⁴⁶ È opinione prevalente, prima e dopo la riforma, che sussista un'incompatibilità tipologica tra prerogative amministrative e titoli obbligazionari. Per tale impostazione, e per il relativo corredo bibliografico, si rinvia ai recenti studi di E. CIVERRA, *Il finanziamento delle società di capitali*, Milano, 2013, 182 ss., spec. 185; S. LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna-Roma, 2010, 36; O. CAPOLINO, *Art. 2411 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, II, 2, Roma, 2011, 457. Il "concetto tipologico di obbligazioni" di cui al comma 1, art. 2411 c.c. è inteso in senso più ampio – ma con avviso minoritario – da G. FERRI jr, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 811 ss., spec. 813, che vi ricomprende tutti gli strumenti attributivi di un diritto al rimborso del capitale, a prescindere che siano corredati altresì di diritti amministrativi.

L'esenzione dal rischio di impresa è indicata quale ragione per ritenere precluso agli obbligazionisti l'esercizio di tali diritti da V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Trattato di Diritto Privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 2011, 232 s. Il grado di partecipazione al rischio è valorizzata anche da U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella S.p.A.*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 146, che ne trae la diversa conclusione per cui sarebbe legittima una clausola statutaria che concedesse "poteri di influenza debole" sulla gestione" (esemplificati nel diritto di ispezionare i libri sociali) a obbligazioni che, in quanto subordinate, siano da considerare "ad alto rischio".

Unico confronto è con la figura dell'associato in partecipazione, nella quale in effetti coesistono l'assenza di una partecipazione sociale con l'attribuzione di diritti amministrativi.

L'attenzione riservata dal legislatore a tali prerogative è nuova anche in quanto si pone in discontinuità rispetto ai criteri di intervento prescelti nella medesima riforma organica del 2003 per moltiplicare le possibili *species* di azioni e per consentire un avvicinamento tra queste e le (a loro volta plurime) tipologie di obbligazioni. Di contro alla

presenza endo-organizzativa idonea a ridurre l'opacità della società e con essa la rischiosità dell'operazione di sostegno finanziario. La più immediata utilità conseguibile per il tramite degli ibridi è dunque la diminuzione delle asimmetrie informative.

Dall'esame delle prerogative amministrative che in sede statutaria si possono riservare a tale categoria emerge peraltro un potenziale vantaggio più lato, riconducibile a un fine di autotutela. Basti considerare come la nomina di un componente indipendente dell'organo di controllo o di governo si presti a essere impiegata allo scopo di monitorare la gestione, facendo guadagnare un accesso diretto alle informazioni relative alla situazione patrimoniale ed economica della società finanziata, ma anche al fine di ottenere che la considerazione degli interessi dei finanziatori entri a far parte quantomeno della genesi della decisione finale, nell'ambito del processo di ponderazione delle diverse posizioni che dovrebbe esitare nella manifestazione della volontà sociale. Anche tramite il voto su specifiche materie al vantaggio della conoscenza può sommarsi quello di una difesa attiva e parimenti preventiva degli interessi del finanziatore, grazie al coinvolgimento nell'*iter* procedurale per l'assunzione delle deliberazioni.

Se è già immediatamente percepibile l'utilizzabilità a tali fini, l'indagine che ci si ripromette, unendo come accennato i dati di segno positivo a quelli negativi, è individuare gli scopi che viceversa si intendeva precludere riferendo testualmente il potere di nomina a un solo componente indipendente, e quello di voto a materie specifiche. L'accento si sposta dunque dai nuovi diritti quale rafforzamento della posizione dei finanziatori, agli stessi quali vincoli nella definizione del ruolo di tale figura⁴⁷.

scelta operata per gli strumenti finanziari, infatti, per azioni e obbligazioni è stato assunto quale *focus* primario di intervento normativo la sfera delle prerogative patrimoniali, delle quali come detto è stata accentuata la gamma delle possibili intensità; quanto ai diritti amministrativi, invece, si è continuato a negarli per le obbligazioni e, con riguardo alle azioni, si è accresciuta l'autonomia statutaria di porre a essi dei limiti, in linea con un approccio già mostrato con le azioni di risparmio e rimasto sostanzialmente inalterato sino alla recente introduzione delle azioni a voto plurimo (eppure, per uno spunto a considerare le azioni senza voto come "stimolo allo sviluppo dell'autonomia statutaria in materia azionaria", D. GALLETI, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società "quote"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, 608 ss.).

⁴⁷ Per comprendere la portata delle prerogative che, con formule non risolutive di ogni dubbio interpretativo, gli artt. 2346 e 2351 c.c. consentono di attribuire, nello sviluppo della trattazione si renderà inoltre necessario un inquadramento sistematico, tra-

Ponendosi da questo punto di vista, una volta stabilite la potenziale funzionalità dei nuovi strumenti alla difesa del finanziamento e le peculiari modalità con le quali è concepito essa possa realizzarsi, la questione da affrontare è se l'autotutela medesima integri non solo una possibile finalità dell'attribuzione dei diritti amministrativi, ma sia anche l'unica realizzabile. Così intese, le prerogative degli ibridi partecipativi sarebbero soggette a un vincolo di scopo in coerenza con il quale, quantomeno in assenza di un'esigenza di autodifesa, non potrebbero divenire un mezzo per la prevalenza di volontà esterne su quella dei soci. Il medesimo vincolo di scopo rappresenterebbe il punto di rigidità dell'organizzazione societaria, che seppure alterabile nel suo funzionamento nelle forme anzidette, non potrebbe essere incisa sino a ricollocare il baricentro del potere d'impresa.

In questo senso, se da un lato la partecipazione amministrativa da parte di non soci contribuisce ad affievolire l'originario spessore della correlazione fra rischio e potere⁴⁸, dall'altro la vocazione funzionale di mera difesa di tali prerogative e la *ratio* dei limiti letterali e sistematici alla loro configurazione valgono a confermare che detto binomio, seppure in termini mutati, comunque persiste nel nostro ordinamento ed è ancora capace di informare il sistema sino a riflettersi sul disegno delle relazioni tra i titoli di partecipazione. In ragione di esso possono anzi trovare giustificazione più dati.

Può comprendersi, anzitutto, che non vi siano finanziatori legittimati a esercitare un potere di intensità pari a quello dei soci, visto che non vi sono finanziatori ammessi a eguagliare o superare il rischio residuale peculiare dei primi. Può chiarirsi, inoltre, raffrontando fra loro strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni, come al crescere della prossimità al

mite il confronto con altre forme di tutela che l'ordinamento riconosce a interessi estranei alla compagine sociale, in modo anche da stabilire come interagiscano con questi, a quali limiti di sistema soggiaccia l'autonomia statutaria e verificando quindi anche in questo senso l'identità funzionale dell'istituto.

⁴⁸ La revisione in senso riduttivo di tale nesso si è manifestata in una pluralità di forme, anche ulteriori agli interventi normativi espressamente dedicati all'alterazione delle regole sulla struttura finanziaria delle società o sulla distribuzione del potere di voto. Si consideri, ad esempio, E.A. POSNER, E.G. WEYL, *Symposium: Revelation Mechanisms And The Law: Quadratic Voting As Efficient Corporate Governance*, 81 *U. Chi. L. Rev.* 251 (2014), sul sistema del *quadrating voting* quale tecnica allocativa del diritto di voto che consente di attenuare al contempo il problema del conflitto di interessi tra amministratori e soci da un lato, e fra maggioranza e minoranza dall'altro.

rischio dei soci, cresca pure il potere al quale è possibile accedere. Si può evincere, su un piano più generale, la volontà di distinguere tra un potere in senso forte, ancora riservato ai soci, e un potere nel senso debole di tutela difensiva, con i contenuti che si cercherà di precisare nel corso della trattazione. Sin da questa prospettazione introduttiva sembra invero che l'analisi dei limiti consenta di parlare di controllo creditorio legittimato dalle norme sugli ibridi solo riferendosi a un controllo al più definibile come difensivo, dotato di autonomia concettuale rispetto alle figure che il legislatore contempla, ad esempio, con la disciplina di cui all'art. 2359 o agli artt. 2497 ss. c.c.

La questione che si prefigura è dunque come la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi influisca sul più ampio dibattito sulla legittimità del controllo creditorio. Rispetto all'impostazione per cui essa semplicemente avvalorerebbe la diminuita distinzione tra soci e creditori e, in questo senso, rafforzerebbe la prospettiva della legittimità di un controllo creditorio in senso lato, pare che il discorso sia da articolare differenzialmente.

Pare, più precisamente, che occorra distinguere tra un controllo rientrante entro il perimetro tracciato dagli artt. 2346 e 2351 c.c., e un altro – al quale la dottrina si riferisce abitualmente (o per lo meno senza tracciare la distinzione ora detta) con l'espressione “controllo creditorio” – definibile almeno per contrapposizione, cioè come quello che supera tali confini. Se si isola questa seconda tipologia, non sembra che le due norme in questione possano essere indicate quale elemento di supporto della tesi della legittimità; possono esserlo, invece, se si enuclea una nozione di controllo funzionalmente vincolato, il cui statuto sia la risultante dell'unione fra le tutele negoziali e quelle legali nella disponibilità del singolo finanziatore, il quale potrebbe di conseguenza essere appellato come “controllante” o “di controllo”, ma in un'accezione peculiare e concettualmente autonoma rispetto a quella in cui la corrispondente nozione è impiegata per i soci ovvero per i creditori *ex contractu* di cui all'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.

La disciplina degli strumenti finanziari partecipativi si presta, in altri termini, ad affiancarsi ai dati normativi – gli artt. 2359 e 2497 ss. c.c. – tradizionalmente impiegati come principali riferimenti nello studio delle fattispecie di controllo creditorio, contenendo gli estremi per la prima enunciazione in positivo di posizioni di controllo precipue dei creditori.

Da questo punto di vista, il coordinamento con la disciplina del con-

trollo impegna nella distinzione tra norme che fondano la legittimità di un fenomeno e norme che si limitano a registrarlo e a indicarlo come presupposto per l'applicazione di regole successive, per lo più di responsabilità e trasparenza. L'osservazione conduce a questioni ulteriori, attinenti al rapporto tra un giudizio di illegittimità delle pattuizioni e la disciplina da applicare nell'ipotesi in cui esse siano state comunque non solo stipulate, ma anche portate in esecuzione, ponendosi quale fatto cui potenzialmente collegare una disciplina sanzionatoria. Si perviene così a considerare i poteri dei quali i finanziatori dispongono in binomio con le responsabilità che conseguono al relativo esercizio, avvenga esso nell'osservanza o in superamento dei limiti che la legge pone alle connesse prerogative.

Prima di illustrare i termini nei quali si approfondirà tale ulteriore questione, occorre peraltro fare chiarezza sulla già accennata portata interpretativa esterna, sul parasociale, delle norme sugli ibridi.

6. Implicazioni interpretative degli strumenti finanziari partecipativi sui covenants non statutari. – Una volta compreso in quali termini la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi comprovi la legittimità di forme di controllo creditorio, il ragionamento va esteso alle relazioni di controllo su base extrastatutaria.

Come preannunciato, si nota un recepimento solo selettivo della prassi contrattuale. Raffrontando strumenti finanziari partecipativi e *covenants* finanziari si può riscontrare, più precisamente, una sovrapposizione contenutistica – e funzionale, di riflesso – solo parziale.

È coincidente la parte dell'acquisizione di informazioni e di difesa, tanto che gli strumenti finanziari partecipativi possono essere letti quali accoglimento legislativo di un'istanza in tal senso avvertita nella prassi. Si pongono, anzi, quale superamento dei limiti che rispetto alla soluzione della relativa esigenza di "autotutela consapevole" presentano gli strumenti di diritto privato e, almeno fino al 2003, quelli di diritto societario. Mantenendosi fedeli a una lettura orientata alla funzione dell'istituto, si può invero notare come la volontà legislativa di rafforzare i mezzi di difesa del finanziamento sia riconducibile a una necessità fortemente avvertita nella prassi. Lo appalesa la diffusione delle clausole di garanzia gestionale inserite nei contratti di finanziamento, specialmente in quelli negoziati in assenza di idonee garanzie collaterali e in ragione della fiducia in un *business plan* predeterminato del quale si chiedi esatta esecu-

zione⁴⁹. Il tema di riferimento è ampio, riguardando in generale le asimmetrie informative e, in particolare, la difficile individuazione di soluzioni idonee a scongiurare il pericolo che il debitore fruisca dell'opacità circa la gestione delle risorse ricevute a mutuo per assumere condotte in conflitto con gli interessi del finanziatore⁵⁰.

Inserita in tale contesto, l'introduzione degli ibridi partecipativi potrebbe ritenersi una risposta legislativa alle medesime esigenze sino a prima affrontabili con i soli mezzi dell'autonomia negoziale nella stesura dei contratti di finanziamento, con una portata innovativa dunque circoscritta ai modi per affrontare un problema di per sé, invece, noto.

Il raffronto con l'esperienza della prassi contrattuale, e con le riflessioni che la dottrina ha sviluppato a margine di essa, si presenta utile in

⁴⁹ Per una prospettiva più lata di utilizzazione dei *covenants* in sede di valutazione bancaria del *rating* si rinvia a M. DI RIENZO, *Concessione del credito e tutela degli investimenti. Regole e principi in tema di responsabilità*, Torino, 2013, 48 ss., spec. 51 s., 59 ss., il quale porta in evidenza la duplice possibile valenza di tali clausole contrattuali: per un verso esse concorrono a mitigare i rischi del finanziamento, rispondendo alla medesima istanza di tutela sottesa alla disciplina sulla valutazione del merito creditizio e anzi completando sotto tale profilo i presidi di fonte pubblicistica a salvaguardia del mercato; per altro verso, a seconda della concreta formulazione, possono tradursi in strumenti per sindacare la correttezza della banca sia nell'assunzione della scelta di erogare il credito, sia nella relazione negoziale con la società finanziata, essendo suscettibili di rivelare eventuali abusi di dipendenza economica o di controllo contrattuale.

Per riferimenti all'ampio dibattito sul ruolo – micro e macroeconomico – svolto dalle c.d. tecniche di attenuazione del rischio di credito, A.V. GUCCIONE, *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2008, 1 ss.

⁵⁰ Su un piano ancora più generale, il tema si lascia ricondurre a quello del ruolo delle garanzie nel finanziamento, sul quale si rinvia, anche per riferimenti alla bibliografia di riferimento, a A. NERVI, *Forme e tecniche delle garanzie dei finanziamenti*, in I. DEMURO (a cura di), *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010, 35 ss.

U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Rds*, 2009, 601 ss., spec. 602, porta in evidenza la duplicità della funzione assolta dai *covenants*. In via principale valgono a proteggere da comportamenti opportunistici dei soci, “congelando” “il profilo di rischio” o comunque permettendo “al finanziatore, al mutare del profilo di rischio: di disinvestire rapidamente; ovvero di adeguare la remunerazione del capitale investito all'incrementato rischio di *default*”. Al contempo, soddisfano però anche “l'interesse dell'impresa a ridurre il costo dell'etero-finanziamento, riducendo lo *spread* sul tasso d'interesse di riferimento”, tanto da essere considerati uno strumento “addirittura maggiormente efficiente, almeno per le imprese di successo, della concessione di garanzie reali”.

quanto permette di comprendere l'idoneità delle forme ibride di partecipazione a risolvere efficacemente i principali ostacoli con i quali il finanziamento dell'impresa si confrontava già prima della riforma, e al contempo consente di evidenziare le ragioni che possono rendere preferibili i nuovi strumenti rispetto a differenti tecniche negoziali⁵¹. In effetti, è noto come il diritto privato ammetta soluzioni solo parzialmente soddisfacenti, sia in quanto numero e rigidità dei vincoli elaborabili nell'esercizio dell'autonomia negoziale non identificano necessariamente il modello ottimale di gestione del rapporto con l'impresa finanziata, sia a motivo dell'efficacia meramente obbligatoria propria di tali pattuizioni. Leggendo il riferimento alla possibilità di attribuire prerogative amministrative ai titolari di strumenti finanziari partecipativi quale risposta alternativa a tali esigenze, si coglie come il livello statutario nel quale è dato esplicitarsi all'autonomia privata, e il conseguente ingresso nella struttura societaria delle particolari istanze sin qui descritte, costituisca un rilevante elemento di innovazione. Per il tramite degli ibridi partecipativi, le misure convenute a tutela dei finanziatori sono non solo opponibili alla società, ma anche realizzabili direttamente grazie alla presenza infrasocietaria, in particolare mediante l'esercizio dei diritti amministrativi. Sul piano dell'efficienza, in particolare, i nuovi strumenti si presentano idonei a realizzare un monitoraggio continuativo e al contempo non penalizzante per la crescita della società, superando l'incompletezza dei contratti di finanziamento.

D'altro lato, il confronto con la prassi negoziale mostra come in questa si trovino anche convenzioni nelle quali i poteri attribuiti ai finanzia-

⁵¹ U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, Studio n. 5571/I Consiglio Nazionale del Notariato, 2005, 4 ss., presta attenzione alle possibili interrelazioni tra strumenti finanziari di partecipazione e *private equity* valutando in particolare se i "poteri di influenza" abitualmente richiesti in tale ultimo genere di operazioni possano essere attribuiti in veste di diritti amministrativi ai sensi dell'art. 2346 c.c. Termine di riferimento per le relative riflessioni sono dunque le piccole e medie imprese, a misura delle quali sarebbero stati infatti pensati gli strumenti in parola. Si spiega in questo senso la non sovrapponibilità della nozione codicistica rispetto a quella del t.u.f., essendo la destinazione alla circolazione – e con essa il carattere standardizzato proprio delle operazioni di massa – un elemento accidentale nel primo caso e viceversa essenziale nel secondo (v. art. 1, comma 2, lett. b)-bis, t.u.f.).

Sulle utilità e potenzialità applicative degli ibridi in questione nell'ambito peculiare delle acquisizioni di minoranza, A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 412 ss.

tori travalicano i limiti della mera difesa. L'ingegneria contrattuale talvolta giunge infatti a riservare non solo un accesso alle informazioni, ma anche pervasivi poteri di veto su operazioni concernenti l'assetto organizzativo, economico e finanziario dell'ente, sino a consentire, come si vedrà, che la volontà di difendersi da iniziative pregiudizievoli della società debitrice evolva in quella di sostituirsi ai suoi organi nelle decisioni di impresa. Giacché la lettera degli artt. 2346 e 2351 c.c., come accennato, pare precludere un simile esito, e dunque una totale acquisizione in statuto delle clausole note alla prassi, diviene ulteriormente rilevante comprendere la *ratio* e la portata dei confini posti alla fattispecie della partecipazione non azionaria.

Il tema che si profila è infatti se la disciplina dettata per gli ibridi possa essere assunta a riferimento quale punto di emersione della volontà legislativa in ordine all'estensione massima che legittimamente ogni soggetto diverso dagli azionisti possa acquisire nei processi decisionali di una società, senza riferimento esclusivo ai portatori di tali particolari strumenti. Uno dei punti da verificare nel corso dell'indagine è proprio se e in quali termini l'emersione di una figura di controllo, funzionalmente connotata, disegnata a livello normativo proprio per soggetti non-soci, valga non solo ad alterare, come accennato, le dinamiche dell'organizzazione infrasocietaria, ma introduca pure nuove variabili nell'interpretazione delle vicende in cui il controllo dei creditori trovi fondamento in pattuizioni estranee allo statuto. Ciò in modo da comprendere se e in quali termini possano reputarsi valide anche per le clausole contrattuali "non statutarie" sia le considerazioni positive, vale a dire di compatibilità sistematica di un controllo creditorio difensivo, sia quelle negative, ossia di illegittimità di interventi che superino tale limite funzionale. Un approccio antiformalistico può infatti consentire di svolgere un discorso più ampio, nel quale la soggezione alla disciplina legale sia determinata dai poteri esercitati a prescindere dallo strumento formale prescelto per la partecipazione così come per il finanziamento, dunque con indifferenza anche per il rango statutario delle prerogative informative o in senso lato gestionali.

In quest'ottica, gli strumenti finanziari partecipativi offrono le basi per una riflessione suscettibile di svilupparsi in ulteriori direzioni, in particolare se si assume la relativa disciplina come indice, anzitutto, della funzione (di tutela, per quanto esposto) della partecipazione di non soci, e pure della misura massima della partecipazione che in coerenza con gli equilibri di sistema è dato riconoscere ai finanziatori. Con tale parametro

è possibile, dunque, instaurare un confronto non solo fra soci da un lato e altri finanziatori integrati nell'organizzazione sociale dall'altro, ma altresì con soggetti che hanno consegnato la disciplina del rapporto di credito con la società a mere pattuizioni esterne allo statuto.

Ponendosi nella prospettiva indicata, la trattazione che segue dovrà affrontare in successione una pluralità di questioni.

La prima è se il giudizio di legittimità espresso dal legislatore in ordine all'attribuzione di prerogative amministrative ai finanziatori sia subordinato all'acquisizione di una formale posizione organizzativa, sottoposta al medesimo regime di pubblicità previsto per lo statuto. L'alternativa è che il riconoscimento di validità discenda dalla ritenuta meritevolezza dell'interesse perseguito e conseguentemente sia da estendere a ogni pattuizione attributiva di poteri strumentali allo scopo di autotutela. La collocazione statutaria determinerebbe, in quest'ultima ipotesi, solo l'accesso a una difesa reale per le prerogative negoziate, di contro a quella meramente obbligatoria accessibile in caso siano violati patti con contenuto conforme agli artt. 2351, comma 5, e 2346, comma 6, c.c., ma non formalizzati quali regole di funzionamento della società finanziata.

L'interrogativo appena detto proietta nella più ampia discussione sul controllo contrattuale e, in particolare, sulla legittimità di esso. Rispetto al relativo dibattito, che come noto è stato articolato valutando la meritevolezza della fattispecie alla luce del diritto dei contratti in generale e di società in particolare, la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi porta nuovi elementi di riflessione. Se da un lato, infatti, le relative previsioni si prestano a essere analizzate quali possibili indici di coerenza a sistema dell'allocazione di diritti amministrativi anche a non soci, dall'altro sembra non potersi prescindere dal considerare anche la scelta negativa che il medesimo complesso dispositivo rivela, tradottasi in preclusione ad attribuire ai finanziatori poteri ulteriori a quelli espressamente menzionati.

Più precisamente, sembra utile chiedersi se i limiti che valgono per le prerogative acquisibili a statuto siano riferibili anche a quelle che non ottengono tale collocazione, considerato che, ammesso che i titoli ibridi fungano da parametro positivo nel giudizio sull'ammissibilità del coinvolgimento di non soci nelle dinamiche di governo, si dovrebbe pure dare peso ai limiti che essi stessi soffrono sotto il profilo contenutistico e porli conseguentemente anche quali parametri negativi in ordine ai diritti attribuibili ai non soci in sede parasociale. In questo senso diviene discutibile

che la disciplina degli strumenti partecipativi possa essere indicata a conferma della meritevolezza di patti non statutari che assicurino a particolari categorie di creditori ruoli di governo in una determinata società. In particolare, se si afferma che le preclusioni ai diritti amministrativi attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi dipendono dalla volontà di riservare una seppure esile sovranità agli azionisti, si dovrebbe pure sostenere che la medesima regola dovrebbe essere rispettata anche nella predisposizione dei patti non incorporati nello statuto. Anche per questi, quindi, dovrebbero valere quale parametro di meritevolezza i vincoli dettati dall'ult. comma dell'art. 2351 c.c. e quelli ulteriori desumibili in sede interpretativa dall'inquadramento sistematico della relativa disciplina⁵².

In successione, occorre interrogarsi sulle conseguenze dell'osservanza e dell'inosservanza dei confini così tracciati per l'autonomia privata, nei termini che si procede di seguito a precisare.

7. Dai poteri alle responsabilità dei finanziatori: le chiavi per lo sviluppo del ragionamento. – Sin qui descritto come un soggetto alla ricerca di tutela rispetto a possibili iniziative assunte in suo pregiudizio dalla società destinataria dell'erogazione, il finanziatore integrato nell'organizzazione per il tramite di strumenti finanziari partecipativi, ovvero altrimenti tutelato con *covenants* non statutari, presenta, da diverso punto di vista, i tratti di un soggetto duplicemente forte: dapprima, in quanto nella fase della negoziazione delle garanzie dà prova di essere in condizione di accedere alle misure di autotutela consentite dall'ordinamento; poi, in quanto si trova a disporre di poteri, informativi o persino decisionali, inaccessibili alla generalità dei creditori. Per questo, da figura da tutelare può divenire colui dalle iniziative del quale ulteriori soggetti devono essere salvaguardati. L'esercizio delle prerogative ottenute, essendo determinato da finalità prettamente egoistiche, potrebbe infatti in ipotesi avere luogo in danno di altri. Per quanto si possa prefigurare – ed è ipotesi sulla quale ci si intende soffermare nello sviluppo della trattazione – una propagazione virtuosa delle informazioni con vantaggio riflesso per i soggetti in-

⁵² Lo stesso art. 2341-*bis* c.c., del resto, fa riferimento alla sola “stabilizzazione” del governo societario, ossia a un intento più agevolmente riferibile a posizioni di controllo in funzione difensivo-preventiva che a prerogative positive di determinazione di scelte di gestione.

capaci di negoziare un accesso diretto a esse, non si può in effetti escludere che quanti vengano a disporre di notizie privilegiate o del potere di condizionare le decisioni sociali, ne facciano un uso che esita in un danno, in particolare, per ulteriori creditori della medesima società.

Il problema degli strumenti di tutela si interseca così, anche in questa ulteriore prospettiva, con quello degli interessi da tutelare, che possono essere certamente interni ma anche esterni all'ente finanziato. Accanto infatti a quelli della società e dei soci, per i quali come accennato si avverte con immediatezza una almeno potenziale (per quanto da verificare) divergenza rispetto a quello dei particolari finanziatori in esame, richiedono considerazione altresì gli interessi esterni all'ente, in particolare quelli che fanno capo ai creditori non inseriti nell'organizzazione e con limitato potere di negoziare tutele.

Emerge al riguardo il noto binomio creditori forti e deboli, che nella fattispecie in esame assume un significato duplice. L'indicata disparità si rivela infatti, in un primo senso, nel raffronto tra le condizioni iniziali sulla base delle quali sono contrattate le garanzie per il finanziamento, data l'evidenza per cui non tutti coloro che in diverse forme sono o si apprestano a essere creditori di una società sono in grado di ottenere l'inclusione di *covenants* a loro tutela nei relativi contratti; la seconda prospettiva è data dal differente livello di conoscenza e influenza acquisito successivamente all'ingresso nell'organizzazione sociale nella veste di portatori di strumenti finanziari partecipativi, o comunque all'ottenuto riconoscimento di corrispondenti prerogative "amministrative" su un piano parallelo a quello statutario. In particolare questa seconda considerazione giustifica l'impiego della distinzione fra creditori controllanti e no propria della terminologia in uso per i soci, seppure nell'accezione peculiare in parte accennata e sulla quale comunque si tornerà, o di quella fra *insiders* e *outsiders*, mutuabile dal lessico anglosassone che descrive fattispecie accostabili a quelle sin qui considerate.

Dall'emersione di tale dualismo di posizioni nasce l'accennata esigenza di comprendere come l'esercizio di un controllo contenuto entro i limiti della difesa, e a maggior ragione un potere esorbitante rispetto a tale scopo, si rapportino a fattispecie di responsabilità o le integrino. La domanda che si prospetta, più precisamente, è se e come i poteri, di informazione o di codeterminazione delle scelte di impresa conseguenti all'ingresso nelle dinamiche organizzative, siano temperati da correttivi, in forma di soggezione a responsabilità, volti a contenere eventuali esterna-

lità negative⁵³. Il fatto che le norme sugli strumenti finanziari partecipativi siano silenti in punto determina, a monte, a dover ricercare nel sistema una risposta al quesito se sussista un bilanciamento tra potere e responsabilità anche per i finanziatori.

Il passo successivo è stabilire se le conclusioni coincidano per i finanziatori integrati nell'organizzazione e più in generale per i creditori dotati di particolari prerogative non statutarie di informazione o di influenza.

Per gli uni e per gli altri occorre peraltro preliminarmente intendere su quali basi e in quale senso le prerogative attribuibili ai finanziatori originino un potere che necessiti di essere controbilanciato da responsabilità.

8. *Le responsabilità da analizzare. Le fattispecie delineabili ai sensi dell'art. 2467 e dell'art. 2497-quinquies c.c.* – Più precisamente, il quesito sul quale ci si intende concentrare è duplice.

Ci si chiede, anzitutto, se il privilegio informativo generi di per sé in capo al creditore un dovere di protezione rispetto ad altri soggetti, già allorquando assume la scelta se concedere ulteriori finanziamenti alla medesima società. Rilevano, più precisamente, i finanziamenti effettuati da creditori "informati" in una situazione di equilibrio economico-finanziario coincidente con quella identificata dal comma 2, art. 2467 c.c., per verificare se e a quali condizioni siano da ricomprendere nell'alveo di tale norma. L'interrogativo sull'applicabilità della disciplina dettata per i soci anche a ulteriori categorie di soggetti in diverso modo "vicini" alla società ha del resto già ricevuto la considerazione di dottrina e giurisprudenza

⁵³ G. FORESTIERI, *Emissioni obbligazionarie, strumenti finanziari, capitale di rischio: una alternativa reale al credito bancario?*, in *Bancaria*, 2007, 2 ss., spec. 4, accenna all'esistenza della problematica *de qua* nel nostro ordinamento scrivendo: "(...) l'ampliamento della gamma degli strumenti disponibili rende più delicato il tema degli assetti di *governance*. Una struttura finanziaria complessa deve graduare e modulare i diritti patrimoniali e amministrativi dei diversi partecipanti all'apporto di risorse; sono più probabili conflitti tra categorie di finanziatori/investitori; diventa più delicata la definizione dell'interesse sociale e della regolazione dei diritti e dei poteri. È verosimile che l'allargamento delle formule di finanziamento debba essere accompagnato da un aumento del grado di complessità del sistema di *corporate governance*".

Sulla modernizzazione della struttura finanziaria delle società, e in particolare sull'intima connessione fra la stessa e il riparto di poteri interno all'ente, altresì E. GRIMAUX, *L'influence du droit anglo-américain sur les valeurs mobilières émises par les sociétés anonymes en droit français*, Paris, 2004.

specie di ordinamenti esteri, nei quali la responsabilità per la violazione del principio di corretto finanziamento si manifesta a prescindere dalla prova di un danno a specifici soggetti terzi, e si concreta nel regime della postergazione della pretesa di rimborso⁵⁴.

Ci si soffermerà anzitutto su tale ipotesi per due ragioni: in quanto concerne la stessa attività di erogazione di risorse finanziarie, e in considerazione del fatto che in base ad alcune possibili prospettazioni – che si anticipa non si reputano da condividere – per l'applicazione dell'art. 2467 c.c. basterebbe un controllo informativo, incluso in quello difensivo già indicato come legittimo. Il vaglio dei presupposti per l'operazione interpretativa in questione richiederà un'analisi che, superando anche per gli strumenti finanziari – come per le azioni – il tema della natura della posizione soggettiva attribuita⁵⁵, come quello del rapporto di rilevanza reciproca

⁵⁴ Si rinvia per ogni riferimento alle note bibliografiche del Capitolo IV.

⁵⁵ Sulla natura della posizione soggettiva degli azionisti rispetto agli utili e alla quota di liquidazione la dottrina si è diffusa suggerendo definizioni in termini di diritto reale, di credito, di aspettativa o di prerogativa atipica, eppure senza addivenire a conclusioni condivise o comunque decisive al fine di apprezzare il peso dei mutamenti nel mentre occorsi.

Critico in ordine all'utilità di avvalersi delle categorie concettuali della proprietà o della comunione per cogliere l'essenza della partecipazione sociale è P. VITALE, *Contributo allo studio della partecipazione sociale*, Milano, 1961, 14, che ritiene invece fondamentale porre l'accento sul momento dinamico dell'esercizio dell'attività; G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio di impresa*, Milano, 1967, 19, porta in evidenza l'impossibilità di riferire agli azionisti le prerogative che, se fossero proprietari, dovrebbero avere sui beni dell'impresa; analogamente M. TANZI, *Godimento del bene produttivo e impresa*, Milano, 1998, 180; per un quadro delle più ampie considerazioni che la dottrina ha sviluppato sul punto studiando il problema del trasferimento di partecipazioni sociali si ricordano, tra le opere più recenti, A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007, 163 ss.; G. IORIO, *Strutture e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006, 27 ss.; M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, 71 ss.

Sul diritto degli azionisti come diritto di credito v. R. FRANCESCHELLI, *Imprese e imprenditori*, Milano, 1972, 51; G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 478; è critico G.C.M. RIVOLTA, *Partecipazione sociale e rapporti obbligatori*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, I, 357 ss., 364, che sottolinea il limite di una prospettiva di analisi della partecipazione sociale che tenga in considerazione il solo momento finale del rapporto, quello della dismissione dell'investimento. Più in generale, sulla limitata utilità che si può trarre nel fare riferimento alle categorie del diritto e dell'obbligo, ID., *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, 39 ss., 77 ss.; C. ANGELICI, voce "Società per azioni e in accomandita per azioni", in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990, 977 ss., 982; P. FERRO

tra diritti patrimoniali e amministrativi⁵⁶, analizzi piuttosto il particolare intrecciarsi di tali due ultimi profili. La riflessione, in altri termini, dovrà procedere oltre un inquadramento strutturale delle singole situazioni soggettive generate dagli ibridi, per soffermarsi sul ruolo complessivo che questi possono assumere nelle dinamiche infrasocietarie, specie in rapporto alla gestione⁵⁷.

L'indicazione di metodo, come si dirà, proviene in particolare dalla giurisprudenza che individua quale condizione per applicare l'art. 2467 c.c. alle società per azioni la partecipazione "imprenditoriale" del socio-finanziatore. Si tratta di una nozione capace, come noto, di essere neutra rispetto alla partecipazione in senso stretto al capitale, secondo l'insegnamento che può trarsi in primo luogo dalla disciplina dei gruppi. La sollecitazione è dunque verificare se l'attributo dell'imprenditorialità possa predicarsi anche per i finanziatori non soci, che assumendo un ruolo di tale natura si esporrebbero di conseguenza a un rischio parimenti imprenditoriale. Se tale impostazione risultasse fondata, allorquando il potere che dovrebbe essere in senso debole fosse impiegato quale potere forte, come

LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1976 (rist.), 221. Ricorrono a questa nozione L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007, 37, 193; G.C.M. RIVOLTA, *La società come rapporto di durata*, in *Riv. soc.*, 1962, 34 ss., 52.

Quanto all'atipicità delle prerogative, tentativi in tal senso si devono, tra gli altri, a C. PASTERIS, *Premessa ad un'indagine sulla natura giuridica dei diritti patrimoniali del socio nella società*, in *Riv. dir. comm.*, 1958, I, 196 ss., 213; critico A. AMATUCCI, *Società e comunione*, Napoli, 1971, 159.

⁵⁶ Con riferimento alle azioni, si è discusso se i diritti amministrativi abbiano natura ancillare o prevalente. Pongono l'accento sulla capacità descrittiva delle prerogative patrimoniali V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1961, 170 ss., 179 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, cit., 165 ss.; riconosce, invece, prevalenza alle posizioni amministrative E. SIMONETTO, *Società, contratto a prestazioni corrispettive e dividendo come frutto civile*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1962, I, 487 ss., 552.

⁵⁷ Più in generale, sulla necessità di superare la logica della mera correlazione tra soggetto e beni nello studio delle organizzazioni associative, v. P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, 92 ss., 217 ss., 286 ss.; ID., *L'impresa*, Milano, 1985, 8 ss., 21 s., ove individua l'attività come nucleo identificante l'impresa; sull'opportunità di una concezione dinamica dell'impresa anche G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra i soci*, cit., 263, per il quale al "centro del mondo societario si pone oggi l'attività, e in particolar modo l'attività imprenditoriale, mentre rimangono sullo sfondo il soggetto e gli atti del soggetto, sia che lo si individui nei soci, sia che lo si voglia individuare nella stessa società quale ente personificato".

nel caso in cui i finanziatori aumentassero indebitamente il loro controllo sino a imprimere l'indirizzo gestionale, si accrescerebbe pure il rischio a loro carico, che diverrebbe rischio di impresa, con residualità forzosa delle pretese.

9. Segue. *Le responsabilità gestionali dei finanziatori.* – La seconda potenziale responsabilità dei finanziatori della quale si intende discutere ha natura risarcitoria e attiene al coinvolgimento nella gestione. L'attenzione si concentrerà, più precisamente, sulla collocazione teorica e sulle conseguenze dell'attività che si sommi a quella di finanziamento puro, non solo in rapporto all'acquisizione dei flussi informativi utili all'autotutela, ma che si estenda a un'interferenza, di vario grado, nella gestione delle risorse stesse ovvero dell'intera attività dell'ente che ne è stato destinatario⁵⁸.

Al riguardo, è pur vero che le considerazioni che precedono in ordine alla destinazione funzionale alla mera difesa dell'investimento e, a monte, il riparto imperativo delle competenze gestionali nelle società per azioni, portano a ritenere che sarebbe illegittima una clausola che espressamente collocasse il potere gestionale in capo ai finanziatori⁵⁹. Rimangono, però, comunque da studiare sia le fattispecie espressamente consentite di una partecipazione al processo decisionale tramite il voto, sia quelle in cui tali soggetti assumano o in un patto parallelo o di fatto poteri di amministrazione o di influenza sulla gestione più estesi rispetto a quelli compatibili con la volontà legislativa che si è dinanzi ricostruita. In effetti, per quanto sia opinione condivisa che corrisponda al migliore interesse di tutte le parti che la gestione dell'impresa si conservi in capo a chi la esercita anziché di chi la sovvenziona⁶⁰, la già ricordata esperienza applicati-

⁵⁸ Non ci si riferisce, più precisamente, al regime cui è soggetto chi, seppure nominato ai sensi dell'art. 2351 c.c., assuma la carica di amministratore, visto che per tale caso il legislatore già effettua un rinvio alla disciplina dettata in generale per i membri degli organi di governo, bensì all'esercizio dei relativi poteri in assenza di formale investitura.

⁵⁹ Sui contratti di dominazione, v. cap. II, § 13.

⁶⁰ Come scrive V. DONATIVI, *Varietà strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e pmi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, 205 ss., "il fondo di *private equity* chiede l'investitura di diritti di *governance* non perché persegua un disegno di tipo industriale, ma per due ragioni, strettamente connesse alla peculiarità dell'operazione (pur sempre finanziaria) posta in essere, e segnatamente: perché si dichiara disponibile ad accollarsi un rischio di impresa (in senso giuridico) che è estraneo a tutte