

QUADERNI DEL DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE  
LUISS LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI  
GUIDO CARLI

6

AI2  
226/6



# STUDI SULL'EFFETTIVITÀ DELLE REGOLE SOCIETARIE

*a cura di*  
Gian Domenico Mosco

*Contributi di*  
Costanza Alessi, Katia Babusci, Giorgio Bitonto  
Giuseppe Ciallella, Guido A.M. Crapanzano, Serena Cungi  
Raffaella Scarabino, Valentina Torchella



Copyright © MMXI  
ARACNE editrice S.r.l.

[www.aracneeditrice.it](http://www.aracneeditrice.it)  
[info@aracneeditrice.it](mailto:info@aracneeditrice.it)

via Raffaele Garofalo, 133/A-B  
00173 Roma  
(06) 93781065

isbn 978-88-548-4116-1

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,  
di riproduzione e di adattamento anche parziale,  
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie  
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: giugno 2011

# Indice

- 9 *Introduzione*  
di *Gian Domenico Mosco*
- 23 PARTE PRIMA. La struttura finanziaria della S.P.A.
- 25 Gli strumenti finanziari partecipativi  
di *Raffaella Scarabino*
1. Obiettivi della norma e dell'istituto – 2. Disciplina – 3. Inquadramento tipologico della fattispecie – 4. Attuazione da parte delle società
- 45 I patrimoni destinati a uno specifico affare  
di *Katia Babusci*
1. Obiettivi della norma e dell'istituto – 2. Disciplina – 3. Inquadramento tipologico della fattispecie – 4. Attuazione da parte delle società – 5. Prime risposte sulla capacità dell'istituto di perseguire gli obiettivi
- 81 PARTE SECONDA. La struttura organizzativa della S.P.A.
- 83 Efficacia ed effettività del sistema dualistico e della clausola statutaria che attribuisce poteri di alta amministra-

zione al consiglio di sorveglianza  
di *Giorgio Bitonto*

1. Obiettivi della norma e dell'istituto – 2. La disciplina del modello dualistico – 3. Vantaggi e svantaggi connessi all'introduzione del sistema dualistico – 4. Attuazione da parte delle società – 5. Prime risposte sulla capacità della norma di perseguire gli obiettivi

127 Le operazioni con parti correlate nel nuovo diritto societario: analisi dell'attuazione della disciplina da parte delle società quotate  
di *Costanza Alessi*

1. Obiettivi della norma e dell'istituto – 2. La disciplina – 3. Vantaggi e svantaggi rispetto ad istituti simili – 4. Attuazione della disciplina da parte delle società degli indici FTSE MIB e FTSE Star – 5. Prime risposte sulla capacità della norma di perseguire gli obiettivi

167 *La corporate governance* delle società quotate nel Segmento Star  
di *Valentina Torchella*

1. Le regole del Codice di Autodisciplina rese obbligatorie dal Regolamento di Borsa per le società per azioni che intendono ottenere la qualifica di "Star": obiettivi della disciplina – 2. La disciplina: quali regole di *corporate governance* – 3. Vantaggi/svantaggi della adesione obbligatoria alle regole di governo societario per le società per azioni Star – 4. La concreta applicazione delle regole di *corporate governance* nel Segmento Star: analisi dell'effettività dell'istituto – 5. Prime risposte sulla capacità dei requisiti del Segmento Star di perseguire gli obiettivi – Appendice. Sistema di scoring utilizzato per valitare la compliance delle S.p.A.

225 APPENDICE

227 I principi contabili internazionali e l'iscrizione degli strumenti finanziari nel bilancio dell'emittente

di *Guido A.M. Crapanzano*

1. Introduzione – 2. Una sintesi della disciplina contenuta nel Framework e nello IAS 32 – 3. Alcune brevi conclusioni in tema di classificazione degli strumenti finanziari – 4. Introduzione alle diverse tecniche di valutazione: costo ammortizzato e *fair value* – 5. Illustrazione del modello matematico – 6. Alcune (provvisorie) conclusioni in tema di effetti della valutazione al *fair value* sul sistema del netto – Appendice matematica: determinazione del processo stocastico che incorpora il “sistema del netto”

295 Il principio del collegamento tra rischio e voto in capo al titolare della partecipazione azionaria e il contratto di *equity swap*

di *Giuseppe Ciallella*

1. *Empty Voting* – 2. *Hidden(morphable)ownership* – 3. Il *New Vote Buying* e il *Debt Decoupling* – 4. Validità del contratto di *equity swap* e parametri di valutazione dell’esercizio del diritto di voto – 5. Le norme a contenuto organizzativo – 6. La morfologia del collegamento tra contenuto patrimoniale dell’azione e diritto di voto. Le norme sul “se” istitutive – 7. Le norme sulla “funzione” del collegamento che ne disciplinano la dinamica – 8. Il principio maggioritario – 9. Le disposizioni derogate attraverso la stipula del contratto di *equity swap* – 10. Lo studio dell’alterazione del rapporto *one share one vote* – 11. Limitazioni quantitative all’acquisizione di partecipazioni azionarie – 12. Emissione di azioni senza diritto di voto – 13. Gruppi piramidali e patti di sindacato – 14. Il contratto di riporto – 15. Il principio maggioritario come limite all’alterazione della legittimazione patrimoniale all’esercizio del diritto di voto – 16. La pubblicità dell’articolazione proprietaria – 17. La disciplina del conflitto di interesse del socio e la definizione del contratto di società – 18. L’annullabilità della deliberazione assembleare e il principio della buona fede – 19. La disciplina del contratto concluso in frode alla legge – Nota bibliografica

349 POSTILLA

351 Effettività della tutela di consumatori e risparmiatori nella nuova azione di classe italiana

8 Studi sull'effettività delle regole societarie

di *Serena Cungi*

1. Obiettivi della norma e dell'istituto – 2. Disciplina – 3. Vantaggi e svantaggi rispetto ad istituti simili – 4. Cenni comparati – 5. Prime risposte sulla capacità della norma di perseguire gli obiettivi

377 Notizie sui coordinatori e sugli autori



## Introduzione

1. I contributi raccolti nel volume rappresentano un primo, provvisorio risultato della ricerca sul principio di effettività nel nuovo diritto societario condotta nell'ambito delle mie cattedre di Diritto commerciale e di Diritto commerciale progredito della Facoltà di giurisprudenza della Luiss Guido Carli, ricerca intrapresa due anni orsono per inserirsi nel più ampio progetto interdisciplinare promosso dal Dipartimento di scienze giuridiche su "Autonomia statutaria e norme imperative".

2. La riforma delle società di capitali realizzata dal d. lgs. n. 6/2003 ha ampiamente riscritto la disciplina codicistica di una materia rimasta, se si escludono le modifiche originate dagli interventi comunitari, inalterata per circa sessant'anni, da quando il codice civile del '42 aveva sostituito la regolamentazione del codice di commercio del 1882. Negli anni a cavallo della riforma societaria, una cospicua serie di interventi legislativi – *in primis* la legge sul risparmio per quanto concerne la disciplina delle società quotate – ha sensibilmente modificato anche quella parte della materia regolata dalla legislazione speciale.

È quindi necessario cominciare a interrogarsi sulla frequenza e sulle modalità di applicazione dei nuovi istituti, secondo il noto monito ascarelliano. La ricerca, come si suole dire ora, sull'*effettività* delle norme giuridiche introdotte nel diritto societario va compiuta ricollegando anzi tutto il concetto di "effettività":

- alla reale applicazione e (o) al reale rilievo operativo degli istituti nuovi o riformati;
- al concreto rispetto delle nuove regole normative;
- agli strumenti e ai tempi di *enforcement* pubblico e privato.

Su un piano più generale, l'effettività va anche valutata in termini di capacità del nuovo ordinamento societario (e dei singoli istituti che lo compongono) di garantire il conseguimento degli obiettivi e il soddisfacimento degli interessi in relazione ai quali il sistema normativo è stato modificato. L'effettività acquista così uno spessore particolare, intersecandosi con i concetti di "efficacia" ed "efficienza" delle norme giuridiche.

L'obiettivo della ricerca è dunque tutt'altro che semplice, anche perché occorre confrontarsi – e in certa misura scontrarsi – con la mancanza di una metodologia di indagine standardizzata e universalmente condivisa.

Nell'ambito della ricerca di *Law & Economics* si è ormai consolidato un filone di matrice statunitense che, avvalendosi di indagini empiriche e statistiche, esamina l'influenza delle regole giuridiche di un paese (quelle poste a tutela degli investitori, in particolare) sullo sviluppo del suo sistema economico-finanziario, prendendo in considerazione anche altre variabili, tra le quali soprattutto l'*enforcement* (contrattuale o giudiziario) delle regole medesime. Non mancano tuttavia le critiche a questo approccio metodologico, critiche che già nell'ambito dello stesso *Law & Economics* si appuntano proprio sulle modalità di individuazione di queste variabili ulteriori nonché sull'identificazione delle loro relazioni reciproche.

D'altro canto, l'enfaticizzazione a livello comunitario del principio della concorrenza tra ordinamenti ha portato a rivalutare nell'ottica dell'effettività l'approccio comparatistico, approccio che rimane indiscutibilmente valido soprattutto nell'analisi di istituti importati dall'estero o modificati aderendo a scelte già compiute da altri ordinamenti, valutandone i "fattori comuni" alla luce dei principi generali propri di ciascuno di essi.

In altri casi, soprattutto con riferimento a modifiche che sostanzialmente recepiscono l'evoluzione giurisprudenziale di un istituto,

l'indagine sull'effettività non può prescindere dal ricorso alla c.d. tecnica dei casi, il *case method*, pur nella consapevolezza che anche questo ulteriore approccio metodologico è intrinsecamente limitato dal numero di fattispecie analizzabili.

Da ultimo, non si può trascurare che nella prassi delle autorità di vigilanza si sta, invece, affermando una tecnica sperimentale di valutazione dell'effettività in sede di introduzione di nuove norme basata sull'analisi costi-benefici di opzioni regolamentari prospettiche. Per esempio, in sede di consultazione sulla disciplina attuativa dell'art. 2391-bis in materia di operazioni con parti correlate, la Consob ha effettuato stime qualitative dei costi e dei benefici associati a ciascuna ipotesi regolamentare prospettata, confrontando le diverse ipotesi rispetto alla c.d. opzione zero costituita dal mantenimento del regime in vigore. In questo caso è stata adottata una scala di valutazione comparativa nella quale i "benefici" sono costituiti essenzialmente dall'incremento dei presidi a tutela del mercato, mentre i "costi" sono correlati alla necessità di adottare nuove procedure e nuovi controlli da parte delle società.

In definitiva, la scelta di un approccio metodologico alla luce del quale intraprendere l'indagine sull'effettività di un istituto è probabilmente condizionata dalle caratteristiche specifiche dell'istituto che si intende analizzare, sicché è risultato praticamente impossibile predeterminare *ex ante* un metodo di indagine comune da seguire nelle ricerche sull'effettività concernenti i singoli istituti introdotti dalle leggi di riforma o da queste semplicemente modificati.

Si è nondimeno cercato di uniformare le diverse indagini quanto meno sotto il profilo strutturale, chiedendo a ciascuna ricerca di individuare:

- obiettivi della norma o dell'istituto;
- disciplina;
- vantaggi e svantaggi rispetto a istituti simili;
- attuazione da parte delle società;
- prime risposte sulla capacità della norma o dell'istituto di perseguire gli obiettivi.

3. L'indagine si è concentrata sulla disciplina della società per azioni, analizzando alcuni istituti chiave della rinnovata struttura finanziaria (strumenti finanziari partecipativi e patrimoni destinati) e organizzativa (i sistemi alternativi di amministrazione e controllo, le operazioni con parti correlate, i requisiti organizzativi delle società quotate nel Segmento Star) delle società azionarie. Le relative sezioni del volume si concludono con due *paper* di approfondimento concernenti, rispettivamente, l'iscrizione al passivo degli strumenti finanziari alla luce dei principi contabili internazionali e le possibili alterazioni del collegamento tra rischio e voto in capo al titolare della partecipazione azionaria connesse all'uso del contratto di *equity swap*.

Un posto a sé occupa invece la ricerca sulla nuova disciplina dell'azione collettiva risarcitoria introdotta all'art. 140-bis del codice del consumo, indagine condotta in via sperimentale all'indomani dell'entrata in vigore delle nuove norme al fine, necessariamente limitato, di vagliarne il possibile impatto alla luce dell'esperienza dei principali paesi occidentali che prima di noi hanno sperimentato l'istituto.

4. Com'era logico aspettarsi, dalla lettura dei contributi raccolti nel volume non emerge una linea di tendenza unitaria in merito al reale rilievo operativo degli istituti analizzati; spesso, anzi, anche in relazione a diversi profili applicativi di un medesimo istituto si registrano dati discordanti.

Per fare un unico esempio, dall'analisi sul sistema dualistico di *governance* emerge un deciso *favor* delle società che hanno scelto tale sistema per l'attribuzione di funzioni di alta amministrazione al consiglio di sorveglianza *ex art. 2409-terdecies*, lett. *f-bis*, cod. civ., accompagnata tuttavia da una tendenza della prassi applicativa a non distinguere chiaramente i ruoli degli organi sociali. In questa sede non sembra perciò utile esporre in maniera sintetica le conclusioni raggiunte da ciascuno degli elaborati raccolti nel volume.

Piuttosto, sembra opportuno fornire un *framework* unitario che possa agevolare la loro lettura attraverso una serie di dati statisti-

ci, brevemente commentati, presentata in occasione del convegno “La riforma delle società alla prova della crisi” tenutosi il 6 ottobre 2009 presso la Facoltà di giurisprudenza della Luiss Guido Carli, concernente l’evoluzione della forma giuridica delle imprese italiane, dei rapporti tra tipi societari, della consistenza dello scalino intermedio tra S.p.A. quotate e non quotate introdotto dalla riforma del 2003.

Gian Domenico Mosco