



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA  
Cattedra European Business Law

**LA SOTTOCAPITALIZZAZIONE NOMINALE E  
IL RUOLO DEI FINANZIAMENTI ANOMALI DEI  
SOCI *EX ART. 2467* CODICE CIVILE**

**RELATORE**

Prof. Nicola De Luca

**CANDIDATO**

Sofia Musumeci

Matricola 148833

**CORRELATORE**

Prof. Ugo Patroni Griffi

**Anno accademico 2021/2022**

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>5</b>
<b>INTRODUCTION</b>	<b>9</b>
<b>CAPITOLO 1</b>	
<b>IL RUOLO DEL CAPITALE SOCIALE NEGLI ORDINAMENTI DI <i>CIVIL LAW</i></b>	
<b>1.1. Il capitale sociale</b>	<b>12</b>
<b>1.2. Il rapporto tra patrimonio e capitale</b>	<b>13</b>
<b>1.3. Le varie funzioni del capitale sociale</b>	<b>14</b>
<b>1.3.1. La funzione di garanzia del capitale sociale per i creditori esterni</b>	<b>14</b>
<b>1.3.2. La funzione produttiva del capitale sociale</b>	<b>20</b>
<b>1.3.3. La funzione informativa del capitale sociale</b>	<b>23</b>
<b>1.3.4. Il declino del principio plutocratico e la funzione organizzativa del capitale sociale</b>	<b>24</b>
<b>1.4. Il ruolo del capitale sociale nell'analisi del bilancio d'esercizio</b>	<b>25</b>
<b>1.5. Premesse al dibattito sulla funzione del capitale sociale</b>	<b>28</b>
<b>1.6. Il percorso delle Direttive europee</b>	<b>29</b>
<b>1.6.1. Le previsioni normative sul capitale sociale nella Seconda Direttiva</b>	<b>30</b>
<b>1.6.2. Lo studio dell'High Level Group</b>	<b>32</b>
<b>1.6.3. La critica di L. Enriques e J. Macey</b>	<b>32</b>
<b>1.6.4. Le conclusioni di KPMG</b>	<b>38</b>
<b>CAPITOLO 2</b>	
<b>I FINANZIAMENTI ANOMALI DEI SOCI NELL'ESPERIENZA ITALIANA</b>	
<b>2.1. Premessa: esiste un norma imperativa che impone di dotare la società di capitale adeguato o non manifestamente insufficiente rispetto all'oggetto sociale?</b>	<b>40</b>
<b>2.2. Riflessioni sull'esistenza di un principio di corretto finanziamento della società</b>	<b>46</b>
<b>2.3. La Riforma delle società di capitali e delle società cooperative n. 6/2003 e l'introduzione dell'art. 2467 c.c.</b>	<b>48</b>
<b>2.3.1. Il presupposto soggettivo di applicazione dell'art. 2467 c.c.</b>	<b>50</b>

2.3.2	Il presupposto oggettivo di applicazione della norma: la nozione di finanziamento rilevante ai sensi dell'art. 2467 c.c.	52
2.4	I presupposti applicativi della disciplina: l'«eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto» e la «situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento»	56
2.4.1	La ragionevolezza del conferimento	59
2.5	L'applicabilità dell'art. 2467 c.c. anche alla società per azioni	61
2.5.1	La funzione del socio nella società a responsabilità limitata e i poteri informativi	62
2.6	L'applicabilità dell'art. 2467 c.c. al di fuori delle ipotesi di concorso: tesi processualista o sostanzialista?	65
2.6.1.	<i>Segue.</i> Gli effetti della tesi sostanzialista	68
2.7	L'inefficacia del pagamento a seguito dell'apertura del fallimento	70
<b>CAPITOLO 3</b>		
<b>UN CONFRONTO COMPARATISTICO CON LA DISCIPLINA DEI FINANZIAMENTI ANOMALI DEI SOCI IN GERMANIA E RIFLESSIONI FINALI</b>		
3.1.	Breve premessa	74
3.2.	I finanziamenti anomali dei soci in Germania: la disciplina dei prestiti sostitutivi di capitale prima e dopo la riforma del 2008	75
3.2.1.	Analogie e differenze tra la disciplina italiana e quella tedesca	74
3.3.	Riflessioni conclusive: la disciplina della postergazione del rimborso dei finanziamenti soci tra strumento alternativo di patrimonializzazione e presidio per i creditori	78
3.3.1.	L'attuale efficacia dell'art. 2467 c.c. rispetto al ruolo del capitale sociale	83
3.3.2.	Una diversa prospettiva: la possibile applicazione della postergazione del rimborso dei finanziamenti già in fase di costituzione della società	87
3.3.3.	La sottocapitalizzazione societaria sotto i riflettori della pandemia da Covid-19 e la crescente rilevanza della struttura finanziaria per la prosecuzione dell'attività d'impresa	90
<b>CONCLUSIONI</b>		<b>98</b>

<b>INDICE BIBLIOGRAFICO</b>	<b>101</b>
<b>INDICE SITOGRAFICO</b>	<b>105</b>
<b>INDICE DELLA GIURISPRUDENZA CONSULTATA</b>	<b>106</b>

## INTRODUZIONE

Accade frequentemente che le società, in particolare quelle a ristretta base azionaria, vengano finanziate dai propri soci, non tramite apporti di capitale proprio ma ricorrendo ad un prestito.

Il rischio è che la società versi in condizione di sottocapitalizzazione nominale, ovvero quella situazione in cui la società riesce a portare avanti l'attività d'impresa, non grazie al capitale proprio ma grazie ai finanziamenti del socio che, acquisendo la qualità di creditore, matura il diritto al rimborso di quanto versato entro il termine pattuito, sottraendosi al rischio d'impresa.

La possibile alterazione della collocazione delle risorse finanziarie, cioè la possibilità per la società di ricorrere a finanziamenti ulteriori rispetto a quelli a cui avrebbe accesso alle condizioni di mercato e la rischiosità della prosecuzione dell'attività d'impresa in condizioni di crisi, tali da aggravare la situazione economica e finanziaria della società, hanno indotto il Legislatore della riforma del diritto societario nel 2003 ad introdurre nell'ordinamento giuridico una disposizione che regola il regime di rimborso dei finanziamenti dei soci.

Si tratta dell'art. 2467 c.c., il quale prevede che il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, se concesso nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, tale finanziamento deve essere restituito.

Tra l'altro, con l'entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa, prorogata nuovamente a luglio 2022, la disposizione normativa del codice civile è stata modificata eliminando il riferimento alla dichiarazione di fallimento; sarà infatti l'art. 164 CCI a prevedere che il finanziamento concesso nell'anno che precede la domanda (e non la dichiarazione di fallimento come prevedeva l'art. 2467 c.c.) cui segue la liquidazione giudiziale è inefficace.

Tralasciando per il momento eventuali note critiche (di cui comunque si cercherà di dare conto successivamente) in questa sede si vuole descrivere brevemente il percorso argomentativo che si intende seguire nel corso della trattazione.

Nel primo capitolo si ripercorrerà il ruolo del capitale sociale assunto nel nostro ordinamento sulla scia della tradizione europea, tra cui spicca certamente quella di garanzia e in base alla quale i creditori sarebbero garantiti dalla quota indisponibile del

patrimonio netto. È quantomeno dubbio che l'evoluzione del mercato a livello internazionale e i flussi finanziari che un'impresa di medie dimensioni si trova a gestire abbia posto in discussione già all'inizio degli anni '60 la fondatezza di tale funzione.

In ogni caso, si ritiene che descrivere l'evoluzione che il ruolo del capitale sociale ha subito nel tempo possa essere utile per capire la ragione ultima che ha spinto il Legislatore della riforma ad introdurre la disciplina della postergazione del rimborso dei finanziamenti dei soci.

Più chiaramente ritengo che l'art. 2467 c.c. affondi le proprie ragioni nel convincimento di un generale principio di corretto finanziamento, tale per cui i soci sono responsabili di dotare la società di un capitale adeguato, o perlomeno, non manifestamente insufficiente rispetto alle risorse che si rendano necessarie per il conseguimento dell'oggetto sociale.

Si tratta di un principio che non è previsto da alcuna disposizione normativa ma che la rigidità delle norme poste a presidio del capitale sociale hanno contribuito a coniare e che la dottrina maggioritaria conferma.

Queste regole sono state fortemente criticate da due Autori, Luca Enriques e Jonathan Macey che hanno sostenuto l'opportunità di abbandonare la regola del capitale minimo previsto per legge e di ridimensionare la portata delle norme a tutela del capitale sociale che non rappresentano una tutela effettiva né della corretta capitalizzazione societaria né dei creditori, disincentivando al contrario la circolazione del capitale e la crescita delle imprese.

Passando al secondo capitolo verranno ricostruiti i margini applicativi della disciplina di cui all'art. 2467 c.c. al fine di dimostrare l'intento perseguito dal Legislatore con l'introduzione di tale previsione, anticipando che è stato lasciato all'interprete (quindi, alla dottrina e alla giurisprudenza) il compito di colmare i vuoti normativi che la norma presenta in termini di chiarezza e di precisione. Conseguentemente, si è sviluppato un dibattito molto serrato in ordine ai confini entro i quali la norma opera e alla tutela della posizione dei creditori nei confronti di potenziali comportamenti opportunistici di finanziamento della società che possono essere messi in atto da chi gode di informazioni molto dettagliate sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società che i soci, in particolare nelle società a responsabilità limitata, possono procurarsi senza sostenere costi dal momento che è l'art. 2476, co. II, c.c. a riconoscere al socio ampi poteri informativi.

Pertanto, confrontando dottrina e giurisprudenza, bisognerà definire il presupposto soggettivo e oggettivo di applicazione della norma, chiarendo il significato della locuzione «*finanziamenti in qualsiasi forma effettuati*» per giungere alla conclusione che l'art. 2467 c.c. è applicabile solamente ai soci, cioè a coloro che, indipendentemente dalla quota di capitale sociale sottoscritta, partecipano al capitale e, dunque, al rischio d'impresa.

Con riferimento invece al presupposto oggettivo si anticipa che dallo studio condotto della materia è emerso che la dottrina maggioritaria considera trattarsi di finanziamenti in qualunque forma effettuati tutti i contratti, oltre al mutuo, in cui la prestazione si sostanzia nel finanziamento dell'impresa e volto alla prosecuzione dell'attività stessa.

Si passerà poi all'analisi del complesso criterio della ragionevolezza che in presenza di un disequilibrio finanziario avrebbe reso ragionevole effettuare un conferimento da parte di soggetti che edotti di tale circostanza possono influire sulle scelte di gestione e di investimento della società.

Da ultimo, si darà conto del dibattito mai sopito tra quella parte della dottrina che sostiene la cosiddetta tesi sostanzialista che propone l'applicazione della disciplina della postergazione del rimborso solo in seguito all'apertura di una procedura concorsuale e altra parte della dottrina che sostiene la cosiddetta tesi processualista la quale, invece, erge il principio della postergazione a principio generale dell'ordinamento (come aveva fatto precedentemente la giurisprudenza tedesca) per ammettere l'applicazione della norma anche *durante societate*.

Chiaramente, non si tratta di un dibattito sterile in quanto il primo risvolto pratico se si aderisse alla teoria sostanzialista è ammettere altresì l'esistenza di un principio di corretto finanziamento dell'impresa che, come già detto, non è previsto da alcuna norma.

Analogo ragionamento è stato condotto in merito alla possibilità che la disciplina della postergazione sia applicabile anche alle s.p.a., in quanto optando per la risposta affermativa si afferma implicitamente che la disciplina della postergazione del rimborso dei finanziamenti dei soci è un principio generale dell'ordinamento applicabile tutte le volte in cui emergano, anche solo potenzialmente, condotte di finanziamento "scorretto" da parte dei soci.

In conclusione, nel terzo capitolo si tenterà di muovere delle osservazioni critiche nei confronti della norma presa in esame per giungere alla conclusione che sarebbe opportuno

un'applicazione moderata dello strumento che valorizzi, quale criterio applicativo, l'analisi della struttura finanziaria della società.

Muovendo dall'analisi comparatistica della disciplina dei finanziamenti anomali dei soci in Germania si dirà che ricorrere ad uno strumento di finanziamento piuttosto che ad un altro non è indifferente e tanto è emerso dagli studi condotti dalla Banca d'Italia durante l'emergenza pandemica quanto alle condizioni di sottocapitalizzazione delle imprese italiane da ricondurre ad un crescente bisogno finanziario.

In altri termini, ed è questo lo scopo di questa trattazione, le imprese richiedono una maggiore propensione verso un sistema improntato alla circolazione del capitale.

E di tali istanze in un'economia globalizzata gli operatori del diritto non potranno che prenderne atto.

## INTRODUCTION

Italian companies, particularly those with a narrow shareholder base, are often financed by shareholders with loans instead of equity, thus becoming creditors of the company.

The risk for a debt-financed company is to fall into a condition of nominal undercapitalisation. As previously noted, shareholders become creditors of the company, thus obtaining the right to reimbursement within the time limit provided in the financing contract and avoiding bearing the enterprise risk.

As a consequence of the above, the company could arrange more financing than the amount it could have obtained under market conditions. This, of course, might be detrimental to the company, which might be forced to repay such loans when facing a financial crisis. Such possible harm to the going concern in circumstances of crisis, led the Italian Parliament to introduce a provision that regulates the reimbursement of the shareholders' financing.

Hence, Article 2467 of the Italian Civil Code provides that the reimbursement of shareholders' loans in favour of the company is postponed to the satisfaction of external creditors and, if the loan was granted in the year prior the declaration of bankruptcy, and subsequently reimbursed to the shareholder, the latter shall return such reimbursement.

Moreover, with the entry into force of the Business Crisis Code in July 2022, Article 2467 of the Italian Civil Code has been amended cancelling the reference to the declaration of bankruptcy. The new Article 164 of the Business Crisis Code will provide that the financing granted in the year prior to the request of judicial liquidation (*in lieu* of the declaration of bankruptcy), shall be repaid from the shareholder to the company.

In this regulatory context, the purpose of this dissertation is to rethink the role of shareholder's loans as an alternative instrument of financing.

In order to do so, the first chapter shall provide a description of the evolution of functions and the role of share capital over the years, emphasising that each function is closely linked to the underlying interests. Describing the evolution of the role of share capital may be useful to understand the reason why the Italian Parliament has deemed opportune to introduce the aforesaid principle of postponement of repayment of shareholders' loans.

More specifically, I believe that the norm provided under Article 2467 of the Italian Civil Code is rooted in the belief that there is a general principle of proper financing. The consequence is that shareholders are liable for providing the company with adequate share capital, or at least, not manifestly insufficient to achieve the corporate purpose.

This principle is not laid down in any legal provisions, but it is confirmed by the vast majority of legal scholars in the light of the strict law provisions governing the share capital of Italian corporations.

These rules have been strongly criticised by two authors in particular, *i.e.*, professors Luca Enriques and Jonathan Macey, who have argued the opportunity to abandon the minimum legal capital requirement and, more generally, to dismiss all rules providing strict share capital requirements. The aforesaid scholars argued that mandatory rules do not represent an effective protection of the principle of companies' proper capitalisation in the interest of creditors. On the contrary, such legal system discourages investments and, as a consequence, companies' potential growth.

Moving on to the second chapter, the application of the rule provided by Article 2467 of the Italian Civil Code will be reconstructed in order to prove the Legislator's intention. In this respect, it seems useful to anticipate that the said provision lack of clarity and precision, thus leaving to legal scholars and judges to find the Legislator's original purpose.

As a result, a very heated debate has developed with regard to the boundaries and effectiveness of protection of external creditors against the opportunistic potential conduct of shareholders who share detailed information about the economic and financial company's condition.

Therefore, in comparing both legal doctrine and judicial decisions, it will be necessary to define the subjective and objective prerequisites for the application of the rule. In this respect, the first step to take is analysing the period reciting "*financing in any form carried out*" (*i.e.*, the aforesaid subjective prerequisite): the immediate conclusion is that Article 2467 of the Italian Civil Code shall be applied only to shareholders regardless the amount of share capital subscribed. Instead, with reference to the objective assumption, legal scholars consider Article 2467 applicable to all contracts aiming at ensuring the continuation of business activity through the arrangement of financing.

This dissertation will then carry out an analysis regarding the complex criterion of reasonableness. Since shareholders enjoy large information rights (especially in the legislative framework of the Italian *società a responsabilità limitata*), they are in the position to make the best assessment of the economic and financial situation of the company. As a consequence, they are better suited to choose whether to contribute equity or debt into the company. The said reasonableness criterion, however, would require shareholders to finance the company via equity contributions, instead of providing loans.

Lastly, I go through the never-ending debate between scholars supporting the so-called substantialist thesis, on the one side, and the other one which sustains the so-called proceduralist

thesis, on the other side. The first proposal fosters the application of the said legal discipline only following the opening of bankruptcy proceedings. The second opinion affirms that the principle of postponement of repayment of shareholders' loans is a general one, thus admitting the application of the rule even *durante societate*.

Clearly, this is not a barren debate: the first practical consequence of the substantive approach is to admit the existence of a principle of proper financing of companies, which, as already mentioned, is not specifically provided under any rule.

Similar reasoning has been conducted for the possibility that posted rule could be applied also to joint companies. Opting to apply such principle also to joint companies means that the postponement of repayment rule is a general principle of the Italian legal system.

In the last chapter, moving from the comparison of the Italian and German legislation, I will argue that choosing one financing tool rather than another is not indifferent. Such assumption has, moreover, been proved by the research activity carried out during the pandemic breakout by the Bank of Italy on the conditions of undercapitalisation of Italian companies.

In this context, I will try to offer a critical point of view on the discipline of postponement of the repayment of shareholders' loans, concluding that a moderate use of such mean of financing would be more appropriate.

In other terms, legal practitioners may take note that companies' financial condition is always more relevant in the context of international trade. For this, companies are looking for a greater tendency towards a system based on the circulation of capital.

## CAPITOLO 1

### IL RUOLO DEL CAPITALE SOCIALE NEGLI ORDINAMENTI DI *CIVIL LAW*

#### 1.1. Il capitale sociale

La questione del ruolo del capitale sociale è da sempre oggetto di dibattito in dottrina e in giurisprudenza e risulta essere un tema ancora attuale in virtù di un persistente problema di sottocapitalizzazione delle società italiane, in particolare di quelle a ristretta base azionaria. Conseguentemente, nella prassi societaria hanno acquisito un ruolo molto significativo forme diverse di finanziamento da parte dei soci, effettuati non a titolo di capitale di rischio ma a titolo di capitale di credito. La natura di questi finanziamenti e la disciplina applicabile ha acceso ulteriormente il dibattito.

Preliminarmente, per capire il ruolo che il capitale sociale riveste negli ordinamenti di *civil law* è opportuno darne una definizione. Per questa ragione nel prosieguo di questo paragrafo ci si pone l'obiettivo di definire il capitale sociale ricostruendo ciò che è codificato nelle norme e dando conto di ciò che la dottrina ha sostenuto sul tema.

Si cominci col dire che l'art. 2247 c.c. afferma che con il contratto di società<sup>1</sup> due o più persone decidono di conferire beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica. I conferimenti iniziali dei soci dotano la società del capitale necessario per la costituzione della stessa e per l'avvio dell'esercizio dell'attività imprenditoriale. L'oggetto sociale consiste nello svolgimento di un'attività economica che, come tale, deve essere condotta con metodo economico e deve essere finalizzata alla produzione e/o allo scambio di beni e servizi. In sintesi, l'attività così descritta presenta i tratti dell'attività d'impresa come previsto dall'art. 2082 c.c..

È essenziale per aversi società che l'esercizio dell'attività produttiva sia in comune; si tratta infatti di uno dei requisiti caratterizzanti la nozione di società. Il requisito dell'attività in comune è difficile da accertare se si guarda al profilo soggettivo dell'attività sociale poiché il rapporto tra i poteri amministrativi dell'organo gestorio e le competenze dei soci sono profondamente diversi nelle società di persone e nelle società di capitali, laddove questo rapporto è ancora più articolato.

Il requisito oggettivo nell'accertamento dell'attività in comune sembra più accessibile: si può affermare che l'attività economica è svolta in comune quando è

---

<sup>1</sup> Art 2247 c.c.: «Con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili».

preordinata alla realizzazione di un risultato unitario. Tuttavia, non è sufficiente, rilevando anche il *quo modo* dello svolgimento in comune dell'attività. Sotto questo aspetto i singoli atti d'impresa devono essere imputati al gruppo unitariamente considerato e non devono risolversi in una somma di atti attribuibili individualmente ai soggetti soci. Per questo chi agisce nell'interesse della società nei rapporti esterni deve essere legittimato ad agire in nome e per conto del gruppo.

Con riguardo alla causa del contratto, questa è la ragione economico-sociale<sup>2</sup> per cui le parti sociali stipulano il contratto che si concretizza nella creazione di un apparato produttivo di ricchezza, stabile e complesso, formato da persone e da beni strumentali all'attività, e nello scopo sociale trova giustificazione la disciplina dei conferimenti. Di talché, una volta effettuati, ha senso parlare dei conferimenti in termini di valori produttivi e non di beni individuati e specifici; ciò vale sia che i soci decidano di conferire denaro che beni in natura<sup>3</sup>. I conferimenti dei soci costituiscono il capitale sociale della società, cioè l'apparato strumentale e finanziario di cui è dotata al momento della sua costituzione e necessario per iniziare l'attività produttiva.

Tuttavia, il termine conferimento nel diritto societario tradizionale è adoperato attribuendogli vari significati. Infatti, la dottrina si è spesa molto nella ricostruzione di una definizione di capitale sociale giungendo a mettere in evidenza che la nozione di capitale identifica concetti diversi dal momento che l'attività imprenditoriale è un *continuum* e la sua consistenza patrimoniale cambia in funzione del ciclo economico.

## **1.2. Il rapporto tra patrimonio e capitale**

La ricostruzione appena fatta ci consente di approfondire il rapporto tra patrimonio e capitale sociale. Questi, generalmente, coincidono solo al momento della costituzione della società. Una volta iniziata l'attività produttiva il capitale sociale continuerà ad indicare la quota ideale del patrimonio a cui i soci si sono vincolati ma la sua reale consistenza cambia conseguentemente all'esercizio dell'attività d'impresa.

Per il principio di fissità il capitale sottoscritto può essere modificato (in aumento o in diminuzione) solo con una modifica dell'atto costitutivo, la cui procedura è

---

<sup>2</sup> Una parte minoritaria della dottrina ha parlato della funzione economico-individuale della società per cui la causa si rinviene nello scopo pratico per cui il contratto è stato stipulato.

<sup>3</sup> Cfr. S. Fortunato (1991), p. 134 nota n. 16.

minuziosamente descritta dagli artt. 2438 ss. c.c., relativamente alla società per azioni e alla società in accomandita per azioni, cui tali norme sono parimenti applicabili, e dagli artt. 2481 ss. c.c., con riferimento alla società a responsabilità limitata.

Al principio di fissità segue che il capitale sociale è sottoposto al vincolo di indisponibilità. Va fatta una precisazione al riguardo. Fortunato ha sostenuto che il termine più corretto sia “indisponibilità” piuttosto che “indisponibilità”, poiché il vincolo non è assoluto – potendo i soci deliberare aumenti o diminuzioni del capitale sociale. Il vincolo non è tale *per se* ma lo è nella misura in cui ci sono delle norme poste a presidio del capitale sottoscritto.

In questo modo «*l'indisponibilità del capitale non è indisponibilità del limite, ma del patrimonio sociale di importo pari al limite*»<sup>4</sup>. Si tratta di una riflessione che non è solo una speculazione di carattere dottrinale perché ci consente di ribadire che il capitale esiste in qualità di insieme di valori. Le norme intervengono solo in un momento successivo in quanto necessarie e strumentali a disciplinare un fenomeno economicamente rilevante, quale è la costituzione dell'ente societario.

### **1.3. Le varie funzioni del capitale sociale**

Prima di affrontare il tema nel merito giova sottolineare preliminarmente che per comprendere il ruolo che ha assunto progressivamente il capitale sociale bisogna osservare che la dottrina ha considerato nella sua analisi la pluralità di regole che lo sorreggono e gli interessi sottesi<sup>5</sup>.

Nel tempo si sono avvicinate numerose teorie sul ruolo del capitale sociale che hanno acceso un forte dibattito anche a livello europeo. Nei prossimi paragrafi si darà conto delle varie funzioni attribuite al capitale, per giungere ad analizzare le ragioni delle critiche mosse all'impianto normativo europeo sul regime del capitale sociale.

Un importante punto di vista è quello di Ernesto Simonetto che individua quattro definizioni di capitale sociale. Accanto al *capitale versato*, da intendersi l'insieme dei beni conferiti dai soci, altrettanto rilevante è la nozione di *capitale esistente*, che

---

<sup>4</sup> Cfr. S. Fortunato (1991) pp. 134 ss.

<sup>5</sup> Cfr. G. Ferri, p. 762.

rappresenta il complesso dei beni conferiti a titolo di capitale di rischio presenti nel patrimonio della società. Si aggiunga la nozione di *capitale nominale* che, come già detto, individua quel valore fisso e invariabile che misura il debito di restituzione che la società ha nei confronti dei soci oltre che, tradizionalmente, costituire garanzia minima per i creditori sociali. In ultimo l'Autore ha parlato del *capitale azionario* come valore complessivo delle partecipazioni sociali rappresentate dalle azioni. È interessante notare che l'*azione* è la frazione monocellulare del capitale sociale, nonché rappresentativa di una quota del complesso di diritti e oneri che ciascun socio possiede proporzionalmente alla sua partecipazione.

Ad avviso di Simonetto le entità così delineate costituiscono espressione di un «fenomeno complesso ma unitario» individuando «un'unità complessa» che trova un raccordo nel concetto di *capitale reale*, cioè nella massa di beni-capitale esistenti nel patrimonio sociale e idonea a esplicare un duplice effetto, quello di produzione dell'utile e di garanzia per i creditori sociali. Nella ricostruzione fatta da Simonetto si attribuisce al capitale una definizione prettamente realistica, criticata da Ferrara che ha affermato che – così inteso – si tratta di una “nozione angusta di capitale sociale” limitata “ai beni suscettibili di esecuzione forzata” che costituirebbero la garanzia per i creditori<sup>6</sup>.

Non può negarsi che vengano iscritti nell'attivo patrimoniale beni non consistenti in entità materiali ma pur sempre produttivi di ricchezza nel corso dell'esercizio, quali i costi ad utilità pluriennale, come le spese di impianto e ampliamento, le spese di ricerca e di brevettazione, che certamente sfuggono al concetto di beni-capitale che accoglie Simonetto.

Il capitale così definito dà luogo ad una concezione nominalistica – così definita da Fortunato<sup>7</sup> – che relega il capitale sociale, più che a un concetto tipologico, a un concetto normativo. Secondo questa interpretazione il capitale sarebbe rappresentato da una serie di norme poste a presidio della indistribuibilità di una certa fetta di capitale a cui i soci si sono obbligati in sede di costituzione. Fortunato nega l'opportunità di aderire alla concezione realistica per capire il ruolo del capitale sociale affermando che il capitale

---

<sup>6</sup> Cfr. F. Ferrara Jr (1984) pp. 229 ss..

<sup>7</sup> Cfr. S. Fortunato (1991) pp. 125-136.

versato non ha consistenza materiale, tanto più che nel corso dell'attività produttiva muta e i beni non sempre sono presenti nel patrimonio sociale<sup>8</sup>.

Egli definisce il capitale sociale *una mera entità valoristica* in cui ogni elemento oggettivamente valutabile, se acquisito al patrimonio, rileva per la sua capacità di produrre ricchezza<sup>9</sup>. Il capitale sociale, secondo Fortunato, è un *prius* in cui ogni elemento, oggettivamente valutabile, è produttivo di ricchezza, di talché il vincolo di indistribuibilità è un principio efficace tanto a difesa dei terzi quanto dei soci *uti soci*, in relazione alla destinazione produttiva attribuita al patrimonio sociale. Così scrive Fortunato: *“la concezione nominalistica fa del capitale sociale non tanto un concetto tipologico quanto un concetto normativo, espressione riassuntiva il cui nucleo essenziale è rappresentato dal particolare vincolo di indistribuibilità che affetta una parte ideale dell'attivo e che si risolve in una serie di norme regolatrici dei rapporti fra i soci (anche e spesso in termini di competenze differenziate dei vari organi) e dei soci con i terzi sulla disponibilità di tale parte ideale”*<sup>10</sup>.

Questo processo di astrazione consente di affermare che il capitale sociale ricopre un ruolo importante nel processo organizzativo del patrimonio sociale<sup>11</sup> e conseguentemente del gruppo<sup>12</sup>. Sapientemente Fortunato ha affermato che il capitale esprime «un dover

---

<sup>8</sup> È in questo senso che F. Ferrara jr. afferma che *«il capitale esprime più un dover essere che un essere riconoscendo nel capitale sociale un vincolo di indisponibilità che affetta il patrimonio sociale fino all'ammontare indicato con la conseguenza che l'aumento di capitale consiste nell'elevare il limite dell'indisponibilità»*.

<sup>9</sup> L'art. 7 della Seconda Direttiva europea prevede che *“il capitale sottoscritto può essere costituito solo unicamente da elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica”*; altrettanto l'articolo 2342 c.c. prevede che oggetto di conferimento possano essere il denaro e oggetti in natura e crediti che sono economicamente valutabili. Con questo si esclude la possibilità che oggetto di conferimento sia la prestazione di un servizio temendo il potenziale annacquamento del capitale. Di opinione contraria sono L. Enriques e J.R. Macey; del dibattito europeo sul ruolo del capitale sociale si darà conto successivamente.

<sup>10</sup> Cfr. S. Fortunato (1991) p. 134 ss..

<sup>11</sup> Il patrimonio è l'insieme dei rapporti giuridici di natura attiva e passiva facenti capo alla società e di cui questa risponde separatamente rispetto al patrimonio dei soci ed è soggetto alle fluttuazioni e alle trasformazioni dovute al ciclo economico.

<sup>12</sup> Con ciò si rimanda al ruolo del capitale nell'organizzazione del gruppo sociale essendo questo è a sua volta suddiviso in partecipazioni unitarie di pari valore rappresentato dalle azioni. Il peso specifico di ogni socio in termini di diritti patrimoniali e sociali è dato dal numero di azioni possedute e proporzionali alla somma di capitale sottoscritto. Si rende necessaria una chiosa sul fatto che nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio possono essere emesse azioni che limitano o maggiorano il diritto di voto e che in alternativa riconoscono ulteriori diritti patrimoniali.

essere» piuttosto che un «essere» alla stregua di un'entità preesistente dotata di prestabiliti requisiti e a cui poter attribuire un unico significato<sup>13</sup>.

### **1.3.1. La funzione di garanzia del capitale per i creditori esterni**

Storicamente la prima funzione attribuita al capitale sociale (e da cui non si può prescindere per ricostruire l'evoluzione dell'istituto) è stata quella di garanzia della posizione dei creditori. La tesi si è sviluppata a partire dalla seconda metà del XX secolo nell'Europa continentale e ha considerato il capitale come un complesso di beni destinati all'attività produttiva e posti a garanzia diretta dei creditori sociali per porre un rimedio alla limitazione della responsabilità dei soci<sup>14</sup>.

Secondo questa ricostruzione i soci sono garantiti dalla presenza di un capitale minimo previsto per legge e modificabile solo in presenza di un'articolata procedura. Dopo l'inizio dell'attività produttiva il capitale così costituito assicura un supplemento di garanzia ai creditori dato che esso presuppone l'integrale copertura dei debiti sociali. In altri termini, il minimo legale assicura che qualora la società si trovi in una situazione di insolvenza, il capitale minimo è in grado di coprire almeno i debiti preesistenti.

Più genericamente, secondo Galgano, la tesi garantista contiene l'enunciazione di un principio più ampio, per il quale la formazione di un gruppo che si costituisce avendo come scopo sociale la prosecuzione dell'attività produttiva caratterizzata dalla separazione patrimoniale e dalla irresponsabilità di tutti i soci, sarebbe subordinata all'esistenza di un «fondo qualificato» a tutela di quanti stipuleranno rapporti giuridici con la società<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Cfr. sullo stesso tema C. Vivante (1929) p. 193, il quale ha affermato che “(...) *questo capitale, nominale ed astratto compie di fronte al patrimonio o capitale reale, la funzione di un recipiente destinato a misurare il grano, che ora supera la misura, ed ora non giunge a colmarla*”.

<sup>14</sup> Cfr. G.B. Portale (2004) p. 12, nota 15. L'Autore osserva che *singolarmente* il principio della fissità del capitale non viene menzionato nel *Code de commerce* del 1807 nonostante l'ordinamento francese sotto l'impero napoleonico avesse riconosciuto la società anonima come società di diritto commerciale ed aveva enunciato il principio della limitazione delle responsabilità. Come ha fatto notare Bösselmann, l'assenza di una disciplina del capitale si deve al fatto che i redattori del Codice napoleonico avevano tenuto in considerazione le vecchie Compagnie coloniali, prevalentemente di diritto pubblico, per cui il Governo poteva esercitare un controllo costante.

<sup>15</sup> Cfr. F. Galgano (1969) pp. 199 ss..

In dottrina italiana la tesi del capitale come garanzia dei creditori è stata sostenuta, con particolare vigore, da Simonetto che – come già detto – ha attribuito al capitale una concezione nominalistica. Per Simonetto il capitale è un insieme di beni-capitale sottoposti al vincolo di indistribuibilità. Questa è la ragione – nell’opinione dell’Autore – per cui i beni iscrivibili in bilancio sono solo quelli che possono essere oggetto di espropriazione da parte dei creditori, a tutela del loro credito ma come si è detto poc’anzi questo è tutt’altro che vero. In bilancio devono essere iscritti tutti i beni che fanno parte del complesso azienda, anche quelli non soggetti ad esecuzione forzata (si ricorda fra tutti, l’avviamento).

La funzione garantista del capitale si fonda ulteriormente sulla previsione che il capitale minimo assicura un capitale sufficiente, o perlomeno non manifestamente inadeguato rispetto alla realizzazione dell’oggetto sociale. La regola del *capital chiffré* impone di dotare la società per azioni di un capitale che non sia manifestamente inadeguato rispetto all’attività d’impresa esercitata. La funzione di garanzia non potrebbe essere garantita se i soci fossero obbligati a versare e a conservare «un simbolico gruzzolo – quasi come il biglietto d’ingresso nella società con il privilegio della responsabilità limitata»<sup>16</sup>, il cui ammontare non assicura una correlazione tra scopo e dimensioni dell’attività.

La dottrina tedesca – che ha studiato approfonditamente questo tema – ha argomentato che l’attività d’impresa è *per se* rischiosa e i soci che partecipano all’attività economica sono tenuti a sostenerlo nella misura in cui assumono scelte rispetto all’allocazione delle risorse. Da tali considerazioni è stato desunto il principio imperativo per cui il capitale deve trovarsi in rapporto di congruità con «lo scopo e le dimensioni dell’attività» (Geschäftszweck und Geschäftssumfan). La previsione del capitale minimo come strumento per dotare la società di un capitale congruo, o perlomeno non manifestamente inadeguato alla realizzazione dell’oggetto sociale non può essere utilizzata per avvalorare la tesi garantista del capitale. Questo perché un limite minimo «può indifferentemente essere eccessivo o insufficiente rispetto alle necessità dell’impresa sociale»<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Cfr. G.B. Portale (2004) p. 40.

<sup>17</sup> Cfr. G. Tantini (1978) pp. 271-273.

La stessa teoria aziendalistica non è in grado di valutare un valore al di sotto del quale le risorse finanziarie di cui è dotata la società non sono sufficienti per la realizzazione dell'oggetto sociale<sup>18</sup>.

Con riguardo al dettato normativo è necessario fare delle ulteriori precisazioni. L'esistenza di un principio di non manifesta inadeguatezza del capitale rispetto all'attività imprenditoriale trae argomento, secondo parte della dottrina<sup>19</sup>, dal combinato disposto degli artt. 1322, co. II, c.c., nonché l'art. 2253 c.c.. Completarebbe la disciplina l'art. 2448, co. II c.c., il quale prevede che la società debba sciogliersi per la sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale<sup>20</sup>. A ben vedere, il legislatore si è preoccupato solamente di fissare una soglia minima del capitale sociale che tradisce una certa preoccupazione in merito a una qualche necessità di congruità ma lascia ai soci la valutazione sull'ammontare necessario.

La locuzione «quanto è necessario» prevista dall'art. 1322, co. II, c.c. rimane molto ampia e non è possibile tradurre un principio di congruità. Ritengo che la stessa conclusione sia desumibile dal disposto dell'art. 2248, co. II, c.c. che disciplinando le cause di scioglimento ravvisa la necessità di scioglimento della società nel momento in cui l'oggetto sociale sia impossibile da realizzare per cause sopravvenute. Pur ammettendo che una situazione di tal genere possa presentarsi in occasione di un capitale assolutamente insufficiente alla prosecuzione dell'attività imprenditoriale, la valutazione se sciogliere la società spetta agli amministratori che valuteranno se la società presenta o meno possibilità di ripresa economica su cui investire. Si tratta di una sfera di discrezionalità tecnica riconosciuta all'attività di corretta amministrazione societaria. Questa ricostruzione è un'ulteriore conferma del superamento della teoria garantista.

---

<sup>18</sup> Ritengo utile ricordare che la società è un'entità produttiva di ricchezza grazie al fatto che opera nel mercato. Per contro, è esposta alle naturali modifiche della struttura del mercato e alle fluttuazioni del ciclo economico che comportano inevitabili apprezzamenti e deprezzamenti del minimo legale. Cfr. G.B. Portale (2004) p. 29, nota 43 osserva che a livello comparatistico la legge olandese e il codice di commercio dell'Uruguay hanno ovviato al problema della perdita del valore del minimo legale effettuando una rivalutazione monetaria periodica in base agli indici di prezzo; al contrario il nostro legislatore non si è aperto a tale prospettiva. Un tentativo non risolutivo del problema della sottocapitalizzazione, dovendo piuttosto cambiare il concetto di capitale sociale, ma di questo si dirà in un secondo momento, venendo in aiuto il dibattito europeo sul tema.

<sup>19</sup> Cfr. tra gli altri G. B. Portale (1970) p. 46 ss.; E. Simonetto (1966), p. 438.

<sup>20</sup> Cfr. G. Niccolini (1981) p. 8 ss..

In conclusione, se il capitale minimo non costituisce una garanzia per i soci come spiegarsi che la previsione è stata confermata con la L. 16 dicembre 1977, n° 904 che si è occupata solo di rimodulare le soglie del minimo alla luce del fenomeno dell'inflazione? In dottrina è stato sostenuto che c'è un collegamento tra l'ammontare minimo e la scelta del tipo societario.

Tale intuizione troverebbe conferma nel secondo *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* – incaricato dalla Commissione Europea nel settembre del 2001 di valutare l'evoluzione del diritto societario per apportare le dovute modifiche alle norme, giungendo alla conclusione che *“l'unica funzione del requisito del minimo legale di capitale sociale è quella di dissuadere dal costituire una società di capitali a cuor leggero”*<sup>21</sup>.

Questa affermazione è condivisibile nella misura in cui, in sede di costituzione, l'imprenditore sia in grado di prevedere le dimensioni e il volume d'affari che intende raggiungere.

### **1.3.2. La funzione produttiva del capitale sociale**

Se la tesi garantista è poco convincente<sup>22</sup> quella più accreditata è la tesi che attribuisce al capitale funzione produttiva.

Il capitale è l'insieme dei mezzi destinati all'attività produttiva che sono conferiti in sede di costituzione della società per dotarla degli strumenti necessari per l'inizio dell'attività stessa. Zappa ha sostenuto che *«la garanzia migliore prestata da un'impresa ai terzi creditori è costituita dalla sua capacità di reddito derivante dall'attitudine dell'impresa a svolgere una produzione profittevole»*<sup>23</sup>. Infatti, l'analisi della performance aziendale tiene conto di tre parametri. Il primo è la solidità aziendale che punta al mantenimento dell'equilibrio finanziario nel medio-lungo termine; segue l'analisi della liquidità che rappresenta la capacità dell'azienda di adempiere agli oneri finanziari nel breve termine e infine, l'analisi della redditività che esprime la capacità dell'azienda di produrre reddito.

---

<sup>21</sup> G.B. Portale (2004) p. 28, nota 42.

<sup>22</sup> Si osservi che a partire dalla metà degli anni '60 la tesi garantista iniziò ad essere messa in discussione a favore della tesi produttiva del capitale sociale.

<sup>23</sup> Cfr. G. Zappa (1957) p. 567. Tra gli altri su questa tesi F. Fenghi (1979) p. 590-598.

La funzione produttiva del capitale sociale è stata sostenuta da Portale in uno dei suoi lavori più rilevanti sul tema<sup>24</sup> in cui ha sostenuto che il capitale sociale è la cifra, espressa nella moneta avente corso legale nello Stato in cui la società viene registrata, costituita dai conferimenti dei soci, stabilmente fissata nell'atto costitutivo<sup>25</sup> e destinata ad essere iscritta nella colonna del passivo dello stato patrimoniale nel documento di bilancio. La somma è riportata in ogni bilancio d'esercizio e, unitamente a quanto riporta la colonna dell'attivo dello stato patrimoniale, dà conto di come muta la consistenza patrimoniale della società per effetto del ciclo economico.

Per questa ragione si suole distinguere il *capitale nominale*, costituito dalla massa dei conferimenti dei soci e sottoposto al vincolo di fissità e di indistribuibilità, e il *capitale materiale o sostanziale* che si riferisce alla frazione ideale del patrimonio sociale, cioè la quota del patrimonio netto risultante dalla differenza tra il passivo e l'attivo rilevato in bilancio.

Con riguardo alla massa dei conferimenti l'art. 2253 c.c. prevede che il socio è obbligato a eseguire i conferimenti determinati nel contratto sociale. Si tratta di una regola inderogabile prevista per tutte le società con scopo lucrativo per la quale colui che decide di partecipare alla costituzione di una società, cioè di investire le proprie risorse nella formazione di un ente produttivo di ricchezza, deve eseguire i conferimenti stabiliti nel contratto sociale<sup>26</sup>. La norma riproduce quanto era previsto nell'articolo 1709, co. I del codice civile del 1865, il quale ha trasposto nell'ordinamento italiano la disciplina prevista nel primo vero codice risalente all'età della codificazione. Il codice napoleonico all'art. 1845, co. I prevedeva già che «ogni socio è debitore verso la società di tutto ciò che ha promesso di conferirvi», riconoscendo ai soci il ruolo di primi investitori della società.

Si è discusso molto sull'obbligatorietà dei conferimenti a cui i soci sembrano essere tenuti e ritengo che non par dubbio che l'elemento caratterizzante il contratto di società sia

---

<sup>24</sup> Cfr. G.B. Portale (2004), p. 18 ss.. Si veda anche G. B. Portale (1970), p. 33 ss..

<sup>25</sup> L'art. 2328 c.c., che elenca gli elementi dell'atto costitutivo, prevede che deve essere indicato l'ammontare del capitale sottoscritto e di quello versato essendo possibile versare in fase di costituzione solo un quarto del capitale sottoscritto.

<sup>26</sup> Cfr. C.A. Busi (2004) pp. 1-9. L'Autore si è occupato di definire il concetto giuridico di conferimento sostenendo che il Legislatore con il termine conferimento si riferisca alla prestazione, indipendentemente e prima del fatto che essa è oggetto di un obbligo del socio. Si tratta di un'attribuzione patrimoniale che ha l'effetto utile di patrimonializzare la società.

propriamente il rischio che questi si assumono nel dar luogo all'attività d'impresa. Nel nostro ordinamento – sostiene Tombari – vige un «*principio di libertà nel finanziamento dell'impresa societaria*», tale per cui sono i soci che decidono «*se e in quale misura e con quali mezzi finanziare la società*»<sup>27</sup>. In questo senso trova conferma la norma per cui i soci sono obbligati a dotare la società degli strumenti finanziari necessari per iniziare l'attività produttiva<sup>28</sup>. Così Busi: “*sarebbe disdicevole che il socio che non conferisce, partecipasse invece ai guadagni e soprattutto che potesse votare. Non arrischiando nulla e non impiegando nulla egli sarebbe presumibilmente portato ad avventure economiche aleatorie il cui risultato si tradurrebbe in un rischio e magari in un cospicuo danno anche per i terzi e per l'economica aziendale*”<sup>29</sup>.

Si aggiunga che i soci non vantano un diritto di credito nei confronti della società ma solo alla liquidazione proporzionale della loro quota, qualora la società si sciogla o entri in fase di liquidazione, fermo restando che a conclusione della procedura liquidatoria non è detto che sia residuo attivo patrimoniale da distribuire tra i soci<sup>30</sup>. I conferimenti sono anche lo strumento attraverso cui i soci partecipano alla gestione della società e manifestano il loro interesse verso le vicende societarie. Con la riforma del 2003 il Legislatore ha inteso confermare questo ruolo del capitale sociale ma bisogna osservare che la possibilità di emettere azioni che conferiscono solo diritti patrimoniali nelle società quotate comporta un ridimensionamento dell'interesse sociale del *plenum* alle vicende societarie intimamente connesse alla prosecuzione dell'attività economica.

Il ragionamento sin qui seguito punta a ribadire che il capitale sociale è funzionale a dare indicazioni sull'insieme dei conferimenti iniziali necessari per dare inizio all'attività e di cui i soci, investendo parte del loro patrimonio, si fanno promotori.

---

<sup>27</sup> Cfr. U. Tombari (2006) p. 560.

<sup>28</sup> Il termine necessario rimanda al controverso dibattito sul principio di non manifesta inadeguatezza del capitale sociale di cui si darà conto nella trattazione

<sup>29</sup> Cfr. C.A. Busi (2004) p. 39.

<sup>30</sup> Cfr. M.S. Spolidoro (2000) p. 208. L'Autore ha sostenuto che «*il capitale sociale, nella liquidazione, è ciò che i liquidatori della società dovranno restituire ai soci che hanno effettuato apporti capitalizzabili nel rispetto degli eventuali diritti privilegiati dei soci stessi, dopo aver incassato i crediti della società ed il prezzo dell'alienazione dell'attivo sociale e dopo aver pagato i creditori della società, ma prima di procedere all'ultima ripartizione fra i soci degli incrementi patrimoniali rispetto al capitale*».

Anche recentemente nel manuale “*Lezioni pisane di diritto commerciale*”, redatto a conclusione delle lezioni tenute presso l’Università di Pisa nel 2012, il professore Portale ha ribadito che il capitale sociale è uno “*strumento di produttività*”<sup>31</sup>.

Riconoscere la funzione produttiva del capitale significa riconoscere che essa – dando indicazioni sull’equilibrio economico-finanziario dell’impresa, cioè sul rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi di cui la società abbisogna – garantisce la produttività dell’impresa.

Proprio nella funzione produttiva del capitale sociale trovano maggiore garanzia i creditori, assicurati non solo del mero soddisfacimento del credito, ma soprattutto delle prospettive di prosecuzione dell’attività d’impresa e, quindi, nella redditività dell’investimento.

Questa ricostruzione è da condividersi.

### **1.3.3. La funzione informativa del capitale sociale**

Da quanto esposto nel paragrafo precedente si può attribuire al capitale un’altra funzione importante che è quella informativa<sup>32</sup>. A tal proposito l’art. 2423, co. II, c.c. specifica quali sono i principi di redazione del bilancio: chiarezza, precisione e veridicità da parte degli amministratori<sup>33</sup>. Questi criteri di redazione, codificati anche a livello europeo dai principi IAS-IFRS cui sono tenute le società aperte al mercato del capitale di rischio, impongono di illustrare la situazione patrimoniale nella sua interezza e non la sola consistenza quantitativa dei beni-capitale. A conclusione dell’analisi di bilancio, la valutazione sull’ammontare del capitale sociale (e sulle riserve) è un’importante informazione sullo stato di efficienza o di inefficienza dell’impresa, poiché se il capitale viene eroso dalle perdite registrate negli esercizi è possibile che l’organismo societario non sia più produttivo di ricchezza. Ciò non vuol dire che ci sia una perfetta corrispondenza tra perdita di capitale e situazione di insolvenza ma è pur sempre un segno di allarme per i soci.

---

<sup>31</sup> Cfr. G.B. Portale (2014), p. 52-53.

<sup>32</sup> Cfr. sul tema M.S. Spolidoro (1989) pp. 304-317 e A. Gommellini (1990) p. 90. Sulla funzione informativa del capitale si veda anche G. Niccolini che ha parlato di “fondo di garanzia” (1981) p. 23.

<sup>33</sup> L’art. 2423 co. 3 aggiunge che se le informazioni richieste da specifiche disposizioni di legge non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta, si devono fornire le informazioni complementari necessarie allo scopo.

È pertanto condivisibile la tesi di Spolidoro che, affermando che il capitale non rappresenta la garanzia dei creditori, ha confermato che per questi il capitale rappresenta uno strumento di informazione sul loro rischio. La questione appare rilevante e controversa e ha acceso un forte dibattito in dottrina anche a livello europeo. Chiaramente detto: «*la tutela dei creditori è soltanto un aspetto del problema globale; si tratta essenzialmente della credibilità, della serietà e dell'equo funzionamento di un sistema economico*»<sup>34</sup>.

Di questo dibattito, comunque, si darà conto nel paragrafo dedicato alla critica rivolta al ruolo del capitale sociale in sede dottrinale.

#### **1.3.4. Il declino del principio plutocratico e la funzione organizzativa del capitale sociale**

Si tratta di una funzione peculiare del capitale sociale che sviluppa ed esaurisce la sua funzione all'interno dell'organizzazione sociale ed è strumentale all'individuazione dei poteri e dei diritti dei soci, nonché del “peso” di un socio o di un gruppo all'interno della compagine sociale<sup>35</sup>.

Tuttavia, la Riforma del 2003 ha sancito l'attenuazione del cd. principio plutocratico in base al quale, tradizionalmente, le prerogative dei soci (in particolare, la nomina degli organismi sociali) e i loro diritti (in particolare, il diritto alla distribuzione degli utili) erano parametrati al valore del conferimento nel convincimento che diritti sociali ed economici dei soci fossero da calibrare rispetto al rischio d'impresa sopportato<sup>36</sup>.

Tale attenuazione si deve alla previsione dell'art. 2468, co. II, c.c., il quale ammette che per espressa previsione statutaria la partecipazione possa non essere proporzionale al conferimento. Sempre l'art. 2468, co. III, c.c. prevede che l'atto costitutivo possa attribuire al singolo socio, e a prescindere dalla quota partecipativa, “*particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili*”<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Cfr. Lutter u Hommelhoff, *Nachrangiges Haftkapital und Unterkapitalisierung in der GmbH* in G. B. Portale (2004) p. 101, nota 172.

<sup>35</sup> Cfr. Ferri (2008) p. 757-758, il quale ha parlato di peculiarità di tale funzione del capitale sociale nella misura in cui “*in questa prospettiva, infatti, si mostra di considerare il capitale sociale non già come una disciplina, dotata di una propria funzione sistematica [...], bensì come una mera tecnica, della quale ci si limita a descrivere il funzionamento*”.

<sup>36</sup> Cfr. G. Racugno (2014) pp. 9-21.

<sup>37</sup> Si noti il carattere personalistico della funzione assunta dal socio nelle società a responsabilità limitata.

Il capitale sociale allora conserva la sua funzione organizzativa entro i limiti della funzione *organizzativa-interna* disciplinata dall'art. 2479 c.c. che elenca le materie di competenza dell'assemblea dei soci.

Il dibattito sulla residualità della funzione organizzativa-interna del capitale conduce ad affermare che la s.r.l., anche dopo la Riforma del 2003, che pure ha esaltato i caratteri personalistici della funzione assunta dal socio, è una società di capitali, e non come paventato, una *società personale a responsabilità limitata*.

Che si tratti di una società di capitali trova conferma nel fatto che, come nelle altre società che costituiscono la categoria delle società di capitali, la qualità di socio e la delimitazione della *rilevanza* assunta all'interno della compagine societaria, è legata al possesso di una quota di capitale sociale: benché si prescindano dall'ammontare del conferimento, poteri e diritti sono detenuti dal socio nella misura in cui possieda quote del capitale nominale, come confermato dalle previsioni degli artt. 2479, 2479-bis, co. III e 2481-bis, co. I, c.c..

Infatti, aveva già osservato Spada all'indomani della Riforma<sup>38</sup> che le previsioni di cui all'art. 2468 c.c. non implicano che il socio possa non conferire alcunché, anche se quanto versato dagli altri soci sia tale da assicurare la corrispondenza tra valore dei conferimenti e capitale nominale sottoscritto.

Si tratterebbe infatti della violazione della disposizione sul divieto di patto leonino *ex art.* 2265 c.c., applicabile quale che sia il tipo societario<sup>39</sup>.

#### **1.4. Il ruolo del capitale sociale nell'analisi del bilancio d'esercizio**

Il patrimonio netto, costituito dal valore del capitale nominale, dalle riserve e dall'utile (o perdita) registrato nell'esercizio precedente, è un valore di riferimento utile per capire qual è la situazione economico-finanziaria della società in un dato momento convenzionalmente stabilito.

Al momento della chiusura dell'esercizio, il primo passo è calcolare l'utile o la perdita registrata. Tuttavia, il dato strettamente contabile è privo di significato giuridico e non è

---

<sup>38</sup> Cfr. P. Spada (2003) p. 45. La medesima considerazione è stata mossa anche da G. Xerri (2010), p. 140.

<sup>39</sup> L'art. 2265 c.c. prevede che "è nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite".

apprezzabile economicamente se non viene letto alla luce di un quadro più complesso, riferendomi con questo al raffronto con l'attivo patrimoniale e con il patrimonio netto. In altre parole, lo studio del bilancio viene condotto per capire se la società è produttiva di ricchezza o meno e l'utile (o la perdita) registrato assumerà un significato economicamente rilevante se confrontato, in un primo momento, con le poste attive che, nello schema di bilancio, esprimono come la società ha impiegato le risorse e successivamente con la voce del patrimonio netto.

Nel prosieguo di questo paragrafo si tenterà di dar conto brevemente dell'approccio aziendalistico nella lettura del bilancio al fine di confermare la tesi della natura valoristica<sup>40</sup> del capitale sociale.

Infatti dopo aver calcolato il risultato d'esercizio, cioè l'utile o la perdita<sup>41</sup>, il valore numerico assume significato economico, e quindi giuridico, se viene valutata la natura dei ricavi e dei costi. I ricavi possono essere ricavi di vendita o avere natura reddituale positiva differente. Allo stesso modo, i costi possono essere costi di produzione relativi all'acquisto dei fattori produttivi impiegati per la realizzazione dei prodotti o costi non legati strettamente all'attività produttiva ma inerenti alla struttura dell'azienda. È altresì importante valutare il valore degli ammortamenti, cioè la perdita di valore fisiologica e prevedibile che subiscono tutte le immobilizzazioni con vita utile limitata nel tempo. Dallo studio della natura dei ricavi e dei costi di esercizio si deduce come la società ha impiegato le sue fonti di finanziamento e quindi da cosa è stato generato l'utile o la perdita registrata.

Un esempio. Si supponga che a fine esercizio la società abbia registrato una perdita. Questa potrebbe essere dovuta a varie vicende verificatesi nel corso dell'esercizio: un incremento del magazzino potrebbe essere indicativo di un problema di sovrapproduzione

---

<sup>40</sup> Si richiama S. Fortunato sul tema.

<sup>41</sup> L'art 2423-bis rubricato *Principi di redazione del bilancio* al comma 1 n. 3 prevede che nella redazione del bilancio si tenga conto dei rischi e delle perdite di competenza dell'esercizio, indipendentemente dalla data dell'incasso o del pagamento. In termini aziendalistici esprime il principio contabile di competenza economica per il quale l'operazione è rilevante nel momento in cui si verifica la sua manifestazione economica, e non quella finanziaria. In altri termini, l'operazione è rilevante nel momento in cui l'operazione modifica quantitativamente, e non qualitativamente, il patrimonio della società. Anche l'art. 6 della Direttiva 2013/34/EU prevede che "*the amount recognised in the balance sheet and profit loss account shall be computed on the accrual basis*". È un principio inderogabile di redazione del bilancio riconosciuto sia a livello europeo che nazionale.

dell'azienda. In alternativa, la società potrebbe trovarsi in una situazione di sovraindebitamento in conseguenza dell'aumento dei costi di produzione non dovuti strettamente all'attività produttiva<sup>42</sup> o a un eccessivo ammontare di crediti da esigere che immobilizzano l'attivo circolante.

Il passo successivo per comprendere la reale situazione economico-finanziaria della società è confrontare quanto ottenuto dal raffronto tra il risultato d'esercizio e le poste attive di bilancio e la voce del patrimonio netto. La società che ha registrato una perdita potrebbe trovarsi in una situazione di sovraindebitamento, o in alternativa, essere già in stato di crisi per cui, pur riuscendo ancora ad adempiere alle proprie obbligazioni, prospetta già il rischio (cioè, la probabilità) di diventare insolvente. Uno scenario del genere richiederebbe un finanziamento da parte dei soci o di soggetti terzi tali da far ripartire l'attività.

La valutazione del bilancio d'esercizio è complessa e il ragionamento fatto, per quanto sommario ed esemplificativo, consente di ribadire che il capitale sociale esprime una quota ideale del patrimonio che nell'analisi contabile serve per avere contezza della reale consistenza patrimoniale della società e dell'utile distribuibile<sup>43</sup>.

Se considerassimo il capitale alla stregua di un insieme di beni aventi consistenza reale, l'analisi di bilancio che deve tenere in considerazione molti fattori si limiterebbe ad un raffronto tra attività e passività senza poter fare una valutazione *in primis* di carattere economico, *in secundis* di carattere giuridico idonee alla prosecuzione dell'attività.

### **1.5. Premesse al dibattito sulla funzione del capitale sociale**

L'evoluzione del ruolo del capitale sociale ha dato luogo a un dibattito sull'utilità dell'istituto dello stesso che è stato affrontato a livello europeo a partire dalla prospettata possibilità di una riforma del diritto societario che fosse rivoluzionaria e innovativa di alcuni istituti. Tra questi proprio le norme aventi ad oggetto la disciplina sul capitale

---

<sup>42</sup> Si pensi a tutto ciò che rientra nella voce "servizi" nella categoria dei costi della produzione.

<sup>43</sup> L'articolo 2433 c.c. prevede che sia l'assemblea a deliberare sulla distribuzione dei dividendi dopo aver approvato il bilancio. Possono essere distribuiti dividendi solo per un utile realmente conseguito e risultante dal bilancio regolarmente approvato. Se si è verificata una perdita che ha ridotto il capitale nominale, gli utili potranno essere distribuiti tra i soci solo se il capitale è stato reintegrato o ridotto della misura corrispondente, e fermo restando il limite del capitale minimo previsto per legge.

sociale sarebbero state al centro della riforma. L'idea era quella di abbandonare il tradizionale concetto di capitale ricostruito nei paragrafi precedenti e istituire un nuovo concetto di capitale sociale, dando seguito al più snello modello statunitense, dove non esiste l'obbligo del capitale nominale minimo e la distribuzione dei dividendi prescinde dal conseguimento di utili calcolati con riferimento alla rigida conservazione del valore del capitale sociale. Il progetto è stato abbandonato in seguito ad un consistente studio della società KPMG commissionato dalla Commissione Europea e concernente lo "studio di fattibilità relativo ad un'alternativa al regime di salvaguardia del capitale" e che analizzerò in questo lavoro.

È un'ipotesi plausibile che il progetto sia naufragato principalmente per una ragione: la scarsa cultura del rischio che caratterizza il mondo imprenditoriale del Vecchio Continente. Questo rappresenta un grave deficit che coinvolge sia il *management* delle società che il panorama degli investitori.

Sul primo fronte uno studio dell'Osservatorio del Cineas<sup>44</sup> ha mostrato che prima della pandemia solo l'11,3 % delle imprese italiane era dotato di un comitato di crisi costituito da amministratori competenti e in grado di valutare il rischio d'impresa prospettabile in modo da prevenire le situazioni di crisi. Conforta, però, il dato crescente sul numero di aziende che dichiarano di elaborare una mappatura dei rischi che si attesta intorno al 67% del totale. Nel *report* viene correttamente osservato che per le aziende il passaggio dal *risk assessment* alla *risk governance* è fondamentale per la gestione del rischio aziendale al fine di prevedere situazioni controverse e gestire tempestivamente crisi aziendali.

Il problema si registra anche sul fronte degli investitori. Contrariamente a quello che avviene negli Stati Uniti dove investono nell'attività d'impresa sia i grandi fondi di investimento che i piccoli risparmiatori, culturalmente istruiti ad investire sostenendo un rischio, i cittadini europei sono principalmente grandi risparmiatori.

---

<sup>44</sup> Il Cineas è un consorzio universitario no profit, fondato dal Politecnico di Milano nel 1987, con la mission di diffondere la cultura e la formazione manageriale nella gestione globale dei rischi e creare nuove competenze e professionalità specializzate. Per questo organizza degli appositi Master nell'area di *risk management e di loss adjustment* che vantano la presenza di accademici e di professionisti provenienti dal mondo aziendale e da quello della consulenza d'azienda.

Breve digressione – questa – utile per capire che la cultura dell’investimento stenta a svilupparsi in Europa dove le società rimangono prevalentemente a ristretta base azionaria, perlopiù, di natura familiare. Ciò spiega la torre di avorio nella quale collochiamo il capitale sociale, a cui ci si affida per garantire i creditori ed ottenere informazioni sullo stato di salute della società. È chiaro che – come ha messo in luce Busi – *«non si può chiedere alla nostra nozione di capitale sociale di risolvere tutti i problemi di patrimonializzazione delle società [...] Al capitale nominale si può e si deve chiedere di regolare con equilibrio gli interessi molteplici che si appuntano sul patrimonio di destinazione delle società (e in particolare nelle società a responsabilità limitata) nelle varie fasi e vicende della vita e delle crisi societarie»*<sup>45</sup>.

Prima di affrontare l’argomento nel merito preme fare un ultimo cenno alle osservazioni mosse da Angelici che con riguardo alla Seconda Direttiva ha osservato che sembra essere il frutto di *“una pluralità di compromessi tra le diverse legislazioni degli Stati membri, piuttosto che di nuove soluzioni in ipotesi modernamente adeguate alla tutela degli interessi che si volevano salvaguardare”*<sup>46</sup>. La Direttiva, infatti, aveva come obiettivo quello di incrementare la tutela dei soci e dei terzi ma l’approccio utilizzato – osserva l’Autore – si è basato sul piano formale delle regole poste a tutela del capitale sociale non cogliendo l’occasione di avvinarsi ad un approccio nuovo ed innovativo nella protezione dei creditori (più simile a ciò che accade nell’ordinamento statunitense che poco si affida al capitale sociale).

Per questa ragione si vuole riflettere più nel dettaglio sulle critiche mosse al ruolo tradizionale del capitale sociale e sulle proposte avanzate.

## **1.6. Il percorso delle Direttive europee**

Il dibattito sul ruolo del capitale sociale nasce alla fine degli anni ’90 quando inizia ad essere messa in discussione l’effettività delle norme previste dalla Seconda Direttiva<sup>47</sup>.

Il dubbio di una scarsa aderenza della disciplina europea in materia di diritto societario

---

<sup>45</sup> Cfr. C.A. Busi (2004) p. 11.

<sup>46</sup> Cfr. C. Angelici (1986) pp. 549-554. L’Autore, avendo partecipato all’elaborazione del decreto di attuazione della Direttiva fu chiamato a muovere delle osservazioni in merito ai criteri adottati. Cfr. anche G. Oppo (1986) pp. 555-579 che ha condiviso le conclusioni cui è giunto Angelici.

<sup>47</sup> Cfr. L. Enriques e J. R. Macey (2001) pp. 1165-1220.

ha portato la Commissione Europea a commissionare a due gruppi-studio, lo *Slim Working Group* e l'*High Level Group of Company Law Experts*, il compito di analizzare quanto le norme previste dalla Direttiva fossero effettivamente in linea con l'attuale sviluppo del diritto societario e di avanzare proposte in merito alla semplificazione e alla modernizzazione del diritto europeo.

Più nello specifico, lo Slim Working Group fondato nel 1999 e guidato dal professore Eddy Wymeersch, presso l'università di Ghent, è stato incaricato di avanzare delle proposte volte alla semplificazione delle norme di diritto societario, avendo come obiettivo quello di implementare lo sviluppo del mercato unico.

All'High Level Group fondato nel 2001 e guidato dal professore Jaap Winter presso la Duisenberg School of Finance, la Commissione ha successivamente affidato il compito di riflettere sulla possibilità di modernizzare il diritto societario europeo, probabilmente, non più aderente alla realtà economica.

Da quanto prodotto nei *report* finali è emerso che le critiche maggiori sono state mosse nei confronti delle norme poste a presidio della formazione e del mantenimento del capitale sociale, sostenendo che il regime sul capitale nominale non protegge adeguatamente i creditori poiché questi, più che essere interessati all'ammontare del capitale, sono interessati alla solidità della società e alla sua capacità di adempiere alle proprie obbligazioni a breve e a lungo termine. Il capitale, infatti, non dà indicazioni accurate sulla solidità economico-finanziaria della società.

### **1.6.1. Le previsioni normative sul capitale sociale nella Seconda Direttiva**

Per capire l'origine del dibattito europeo sulla funzione del capitale sociale bisogna, innanzitutto, conoscere le norme che disciplinano la formazione e il mantenimento dello stesso.

Si cominci col dire che il capitale rappresenta la somma degli *assets* con cui i soci contribuiscono alla costituzione della società.

Fatta questa premessa, a livello europeo, sono state individuate tre definizioni di capitale sociale: innanzitutto, il *subscribed capital* che rappresenta «*the amount of assets that*

*existing shareholders are already engaged to contribute to the company*»<sup>48</sup>. L'art. 6(1) della Direttiva 2012/30/EU prevede che «*the laws of Member States shall require that, in order that a company may be incorporated or obtain authorisation to commence business, a minimum capital shall be subscribed the amount of which shall be not less than EUR 25.000*». I conferimenti possono essere fatti in denaro o in natura ma in quest'ultimo caso è necessaria la valutazione di un esperto indipendente che, indicando il metodo di valutazione usato, assicuri che il valore dei beni conferiti sia corrispondente «*at least to the number and nominal value, or where there is no nominal value, to the accountable par and, where appropriate, to the premium on the shares to be issued for them*».<sup>49</sup> In sede di costituzione della società i soci debbono versare almeno un quarto del capitale sottoscritto<sup>50</sup>, fermo restando che gli amministratori possono richiedere il versamento della somma restante in qualunque momento. Infatti, i soci non sono esonerati dai conferimenti dovuti. *L'authorised capital* esprime, invece, la somma entro la quale gli amministratori possono aumentare il capitale sociale emettendo nuove azioni. L'autorizzazione è data dall'assemblea dei soci in sede di costituzione o in un'assemblea appositamente costituita, comunque da rinnovare ogni cinque anni.

È importante dire della disciplina prevista a livello europeo per la distribuzione dei dividendi. L'art. 15 (1) (a) della Direttiva 77/91/CEE prevede che non è possibile alcuna distribuzione «*when the closing date of the last financial year the net assets are, or following such distribution would become, lower than the amount of the subscribed capital plus reserves which may not be distributed under the law or the statutes*». La decisione spetta ai soci che, dopo aver approvato il documento di bilancio, decidono sulla distribuzione dei dividendi. Ulteriori norme importanti sono disposte a presidio delle operazioni sul capitale, quali l'aumento e la diminuzione del capitale sociale, l'acquisto di azioni proprie limitato al 10 % del capitale sottoscritto<sup>51</sup> e le operazioni di finanziamento; senza voler fare una rassegna di tutte le norme, quello che si vuole mettere in luce è che la disciplina europea è ancorata al ruolo del capitale sociale avendo come

---

<sup>48</sup> Cfr. N. De Luca (2020) pp. 149 ss.

<sup>49</sup> Art 10 Direttiva 77/91/CE.

<sup>50</sup> Ci si riferisce al concetto di *paid-up capital* che rappresenta la somma dei conferimenti già ricevuti dai soci in sede di costituzione della società.

<sup>51</sup> Cfr. Art 19 Direttiva 77/91/CE che disciplina dettagliatamente l'operazione di acquisto delle azioni proprie.

scopo primario la tutela dei creditori. Ma queste norme garantiscono una tutela effettiva della posizione creditoria?

L'obiettivo dei prossimi paragrafi è riflettere sul quesito posto alla luce dello studio condotto sul regime del capitale sociale a livello europeo e della posizione critica sostenuta da L. Enriques e J.R. Macey.

### **1.6.2. Lo studio dell'High Level Group**

Nel *report* finale, l'High Level Group of Company Law Experts ha dedicato il quarto capitolo all'analisi delle norme sulla formazione e sul mantenimento del capitale sociale valutando, inoltre, la funzione stessa del capitale.

Il Gruppo ha osservato che il capitale sociale non garantisce sull'adeguata composizione degli *assets* rispetto all'attività imprenditoriale (*cd. legal adequacy*), e pertanto non rappresenta una garanzia effettiva per i creditori, i quali non sono interessati all'ammontare del capitale sociale (tanto meno al capitale minimo previsto per legge), ma alla capacità della società di pagare i propri debiti a medio e lungo termine. Alla luce di questa affermazione sono stati proposti tre approcci di riforma. Il primo basato sulle proposte dello Slim Group che ha solo prospettato la necessità di semplificare le norme della Seconda Direttiva, demandando alla Commissione il compito di intervenire sul piano legislativo. Un secondo approccio molto più incisivo è stato quello prospettato proprio dall'High Level Group che ha avanzato diverse proposte per modernizzare il diritto europeo e che si basano, principalmente, sullo studio del sistema di diritto statunitense disciplinato dal *Model Business Corporation Act*. Negli Stati Uniti non esiste il concetto di capitale sociale come insieme dei conferimenti prodromici all'attività di impresa e sottoposti al vincolo di indistribuibilità. Conseguentemente, il problema della garanzia dei creditori si pone su un altro livello rispetto alla fissità del capitale sociale.

I creditori trovano maggiore garanzia al loro credito nel cosiddetto *solvency test* preliminare rispetto, non solo alla distribuzione dei dividendi, ma anche all'analisi di bilancio.

Questo sistema implica che per il diritto americano una società che ha registrato una perdita può distribuire dividendi perché risulta di fondamentale importanza il *solvency*

*test* che serve a verificare la solidità della società, cioè la capacità di adempiere alle sue obbligazioni. Se il risultato è positivo gli amministratori delibereranno la distribuzione dei dividendi.

Merita precisare che, mentre, negli ordinamenti europei la distribuzione dell'utile è una decisione generalmente di competenza dell'assemblea dei soci, nella giurisdizione statunitense si tratta di una decisione che spetta al CdA, essendo considerata una *business decision*. Pur non essendo questa la sede per approfondire nel merito la questione risulta chiaro il diverso approccio al *business*<sup>52</sup>.

A conclusione di queste indagini, nel 2003, la Commissione, accogliendo gli interventi, ha effettivamente elaborato un *Action Plan* che aveva come duplice obiettivo la modernizzazione del *company law* e un processo di uniformazione delle norme europee in tema di *governance*.

Il Piano è stato suddiviso in tre parti individuando obiettivi di breve, medio e lungo termine. Con riguardo al primo la Commissione ha inteso intervenire sulla *corporate governance* e sul tema delle *cross-border operations*, comprendendo l'importanza di un sistema europeo uniforme sul tema dell'amministrazione societaria e delle operazioni transfrontaliere per incrementare le possibilità di crescita del mercato unico. Nel medio termine la Commissione intendeva lavorare ulteriormente sull'uniformità delle regole di *governance*, migliorando le norme sulla politica di investimento, incentivando l'utilizzo del sistema monistico e dualistico, più snelli rispetto al modello di amministrazione tradizionale e continuando a ragionare sulla possibilità di intervenire sulle norme poste a presidio del capitale sociale. Solo nel lungo termine si prospettava la possibilità di proporre regole alternative di formazione e di mantenimento del capitale sociale.

Da questa breve rassegna risulta evidente che la Commissione nutiva delle riserve rispetto all'introduzione nella Seconda Direttiva di un regime alternativo tanto che, prima di modificare l'impianto ha incaricato una società di consulenza, la KPMG, di condurre

---

<sup>52</sup> Per concludere il quadro, nella giurisdizione statunitense il consiglio di amministrazione può emettere nuove azioni nel limite del capitale autorizzato, senza che l'assemblea sia coinvolta; il diritto di opzione non è previsto per legge ma è riconosciuto solo se espressamente previsto nell'atto costitutivo. Questo sistema conferma un carattere tipico delle società americane: l'alto grado di polverizzazione, inconciliabile con la previsione di un capitale fisso tipico delle società a ristretta base azionaria.

uno studio al fine di valutare la fattibilità delle modifiche di sistema, nonché, in un momento successivo, di abbandonare il concetto tradizionale di capitale sociale.

### 1.6.3. La critica di L. Enriques e J. R. Macey

Prima di affrontare lo studio condotto da KPMG merita riflettere sulle critiche al sistema europeo mosse da due studiosi del diritto societario, Luca Enriques e Jonathan R. Macey che, nel citato studio, hanno dato conto in maniera puntuale delle norme che fondano la “*legal capital doctrine*” per argomentare le loro posizioni contrarie.

In apertura della trattazione essi hanno dichiarato che l’intento è dimostrare che l’Europa dovrebbe abbandonare il tradizionale concetto del capitale sociale, in quanto fenomeni quali la globalizzazione e la *new economy* richiedono un modello di diritto societario diverso. Riportando testualmente le loro parole, Enriques e Macey hanno affermato che «*the Europe should reformulate its law in this important area in order to facilitate entrepreneurship, business development, and the investment in high-risk, start-up companies that hold the best promise for future economic growth*»<sup>53</sup>. In altri termini, gli Autori suggeriscono che il sistema europeo è meno efficiente e meno concorrenziale rispetto a quello statunitense e questo implica l’esigenza di una riforma che tenga conto che il nuovo modo di fare impresa propende verso «beni intangibili» ed è «intensamente connessa». Nell’economia basata sul sapere e sulla circolazione delle idee anche il ruolo del capitale sociale deve adeguarsi alle nuove esigenze. D’altra parte, il diritto è successivo al fenomeno che disciplina e questo implica che debba evolversi con esso.

Il *report* di cui discutiamo è suddiviso in tre parti: nella prima parte viene analizzato il rapporto tra i creditori e i soci, sottolineando che sono soggetti portatori di interessi differenti da comporre; nella seconda parte vengono esposte le norme più rilevanti aventi ad oggetto la formazione e il mantenimento del capitale sociale; nella terza viene fornita l’analisi economica delle regole sul capitale per concludere che l’Unione Europea

---

<sup>53</sup> L. Enriques e J. Macey (2001) p. 1168.

dovrebbe modificare l'impianto normativo che è basato su «un'antiquata nozione del capitale»<sup>54</sup>.

Seguendo il percorso argomentativo del *paper*, la prima critica viene mossa alla disciplina sul capitale minimo prevista dall'art. 6(1) della Seconda Direttiva. Gli Autori sostengono che tale previsione non garantisce i creditori perché non tiene conto del tipo di attività imprenditoriale condotta e conseguentemente dei debiti in cui la società incorrerà. Oltretutto, la società utilizza proprio quel capitale per cominciare il suo *business*, quindi i creditori non possono trovare garanzia in una risorsa che è utilizzata per investire nell'acquisto di *assets* che producono valore. Si aggiunga che, qualora vengano conferiti beni in natura, gli esperti indipendenti chiamati a valutare l'apporto dei conferimenti non saranno mai effettivamente indipendenti, anche se nominati da un giudice, perché offrendo il loro servizio sul mercato non rischieranno di perdere potenziali clienti contestando il valore dei conferimenti, a meno che l'errore di sopravvalutazione, che potrebbe determinare l'annacquamento del capitale sociale, sia talmente evidente anche ad una persona non esperta.

Una parte della dottrina – argomentano gli Autori – sostiene che il regime del capitale minimo è posto a garanzia degli *weak creditors*, quali i creditori commerciali e gli impiegati. Enriques e Macey contestano che gli impiegati sono spesso i primi soggetti ad abbandonare una società nel momento in cui è a rischio di insolvenza, così come i creditori commerciali hanno un potere contrattuale forte nei confronti della società potendo pretendere garanzie, alzando i prezzi, imponendo tassi di interesse più alti, o semplicemente, minacciando la sospensione della fornitura. In ogni caso, i creditori commerciali agiscono entro un “*very short time-horizons*” e per questo sono interessati alla capacità della società di adempiere alle proprie obbligazioni e non all'ammontare del capitale minimo. Nelle parole di Manning e Hanks “[...] *his regard for subtitles of balance sheet accounting is almost nonexistent. He wants cash, he wants it promptly; [...]*”<sup>55</sup>. È chiaro che non tutti i fornitori e i dipendenti godono di un forte potere

---

<sup>54</sup> L. Enriques e J. Macey (2001) p. 1185: “*Our point is that the European Union should jettison its current legal regime, which is based on antiquated notions of legal capital, in favour of an alternative regime based on the U.S. Revised Model Business corporation Act and liability rules such as veil piercing*”.

<sup>55</sup> Cfr. B. Manning e J. Hanks Jr, (1990) p. 92.

contrattuale ma – sostengono gli Autori – la società adempirà spontaneamente ai suoi doveri di tutela nei confronti dei creditori in quanto questo è motivo di efficienza per l'impresa stessa.

Il regime del capitale sociale, oltre a non essere una garanzia per i creditori, rappresenta un costo aggiuntivo per la società. Nel merito di questo punto la critica maggiore viene mossa alla previsione dell'art. 7 della Seconda Direttiva, laddove prevede che non possano essere oggetto di conferimento la prestazione di opere o di servizi. È considerato un grave limite degli ordinamenti europei perché la previsione non asseconda le esigenze dei nuovi modelli organizzativi, come le *start-up*, dove per la natura dell'oggetto sociale la composizione del capitale sociale necessita più di prestazioni intellettuali che materiali.

Anche le regole molto stringenti sulla distribuzione dei dividendi costituisce un costo per l'azienda. Secondo Enriques e Macey è preferibile valutare l'azienda tramite la *ratio del market capitalization*, considerata più idonea a valutare il reale valore dell'azienda. Il regime sulla distribuzione dei dividendi che attribuisce all'assemblea dei soci la competenza in materia, non permette agli amministratori di proporre quando distribuire gli utili. Questo limita la possibilità della società di ricorrere al finanziamento esterno perché i potenziali creditori non sono frequentemente informati sulla politica dei dividendi. Si tratta di una carenza rilevante rispetto agli interessi delle società aperte che ricorrono e agiscono nel mercato del capitale di rischio.

Nell'opinione degli Autori, la *legal capital doctrine* rappresenta incredibilmente un costo anche per i creditori. La rigidità del sistema fa sì che siano preferiti più i creditori non propensi al rischio che i creditori disposti a sopportare un rischio maggiore come le *finance companies*, i fondi di *private equity* che nascono per investire nell'attività imprenditoriale favoriti da maggiori ritorni economici nell'investimento.

In ultimo, viene criticata la regola “*recapitalize or liquidate*” che non è prevista a livello europeo, o più correttamente, tale norma prevede solamente che nel caso in cui il patrimonio netto sia inferiore al capitale sociale minimo, l'assemblea debba essere convocata per deliberare lo scioglimento della società o una misura alternativa. Invece, alcuni Stati Membri, tra cui l'Italia, prevedono una disciplina più stringente.

Il codice civile prevede che in una circostanza del genere la società dovrà scegliere tra la ricapitalizzazione e la trasformazione in un'altra tipologia societaria. Regole analoghe sono previste dal codice civile francese, da quello spagnolo e svedese.

Enriques e Macey sostengono che questa disciplina non tuteli i creditori: oltre ad incentivare comportamenti scorretti volti ad eliminare dalla compagine azionaria gli azionisti di minoranza che con ogni probabilità non saranno in grado di immettere nuova liquidità nelle casse della società, la regola è inappropriata perché si basa sull'ammontare del capitale minimo, mentre sarebbe da preferire che operasse quando il capitale si è ridotto al di sotto del minimo previsto dallo statuto.

Alla luce di questi spunti, i due studiosi si sono chiesti perché norme così inefficienti non vengano modificate. La risposta è da rinvenire negli interessi in gioco. Il sistema europeo è ancora fortemente bancocentrico per cui le banche che svolgono un ruolo fondamentale nelle operazioni di finanziamento non hanno alcun interesse ad incentivare la riforma; altrettanto può dirsi per gli esperti indipendenti e gli avvocati che hanno investito molto capitale umano nella formazione dei più giovani sulle regole del capitale sociale. Dal regime del capitale sociale traggono beneficio anche i *competitors* già presenti sul mercato poiché le norme rendono più difficile l'ingresso.

In conclusione, nell'opinione degli Autori, l'Unione Europea dovrebbe sostituire il regime del capitale sociale traendo spunto dalla *Model Business Corporation Act* statunitense richiedendo un impegno anche agli Stati Membri nello smantellare norme ulteriormente restrittive e non previste a livello europeo<sup>56</sup>.

Ma questo cambiamento radicale è possibile? E oltretutto, è davvero efficiente? I dati ottenuti dallo studio della società di consulenza KPMG sono utili per analizzare i quesiti.

---

<sup>56</sup> Cfr. F. Denozza (2002) pp. 585-600. L'Autore si è mostrato critico nei confronti delle proposte avanzate da Enriques e Macey, osservando che a tratti sembrassero proporre una semplice sostituzione a vantaggio delle più permissive norme statunitensi e a tratti affidare tutta la disciplina alla libera trattazione tra debitore e creditore, eliminando tutte le norme imperative. L'Autore, scettico nei confronti della possibilità che il mercato si autoregolamenti, supporta le proprie critiche sulla base del tema dell'asimmetria informativa tale per cui affidare alla libera contrattazione gli obblighi e i doveri informativi che gli amministratori sono tenuti a seguire non assicurerebbe un sistema efficiente in termini di credibilità delle informazioni sulla situazione patrimoniale e sull'evolversi di essa e sui problemi di *agency costs* che potrebbero determinare il rischio di investire male producendo risorse in quantità inferiore a quella ottimale. Sulla base dell'analisi condotta l'Autore ha concluso che l'idea di abbandonare la regola del netto implica, in realtà, un giudizio politico "sull'opportunità di favorire al massimo l'economia dell'informazione e delle nuove idee" nell'ottica dello sviluppo delle *start-up*.

#### **1.6.4. Le conclusioni di KPMG**

Lo studio di KPMG è stato voluto dalla Commissione europea per valutare la fattibilità di un sistema alternativo di disciplina del capitale sociale che, esaminando l'impatto degli *International Financial Reporting Standards* (Regolamento 2002/1606/CE), valutasse l'effettività del sistema europeo in materia di *accountability* e distribuzione dei dividendi per rendere il mercato europeo più competitivo e maggiormente efficiente.

L'analisi ha avuto ad oggetto il sistema normativo di cinque Stati Membri (Francia, Germania, Polonia, Svezia e UK) e di quattro Stati non EU-*jurisdictions* (Australia, Canada, US, con un particolare riferimento alla California e allo Stato del Delaware e Nuova Zelanda).

Lo studio di KPMG si è concentrato sull'analisi dei costi di *compliance* rispetto alle norme sul capitale sociale e sui costi di amministrazione. Con riguardo al primo elemento il risultato ottenuto è che i costi sono pari a 30,00 euro per ogni operazione, sia negli Stati Membri dell'Unione Europea che negli altri; da questo se ne deduce che la riduzione dei costi di *compliance* non è un valido motivo per cambiare sistema.

Successivamente, l'analisi si è concentrata sulla valutazione dei costi amministrativi che sono relativi alle deliberazioni di aumento del capitale secondo le regole previste, distribuzione dei dividendi seguendo il principio del *balance sheet test* e i costi per il mantenimento del capitale sociale, tra cui figurano le operazioni di acquisto delle azioni proprie e di riduzione del capitale. Lo studio è stato condotto intervistando 35 imprese di differenti dimensioni e appartenenti a giurisdizioni diverse ed è emerso che il costo medio per ognuna di queste operazioni, anche in questo caso, non supera i 30,00 euro. Si può concludere che neanche i costi amministrativi sono tali da essere determinanti rispetto ad una riforma che incida sull'assetto normativo.

Dallo studio di fattibilità condotto da KPMG è emerso che non ci sono ragioni a sufficienza per cui modificare il regime sul capitale sociale anche se – sostiene la società nel *report* conclusivo – le conclusioni potrebbero essere diverse se si ponesse come oggetto d'analisi gli aspetti legati alla tutela nei confronti dei soci e dei creditori.

Per questo è rilevante un ultimo punto analizzato da KPMG. Oltre all'analisi economica è stato chiesto ai *Chief Financial Officer* delle aziende intervistate di esprimere

un'opinione sul ruolo del capitale sociale a fronte della loro apicale esperienza manageriale. È emerso che la maggior parte degli intervistati ha affermato che il ruolo del capitale è irrilevante ai fini di valutare la vitalità dell'impresa, considerando più rilevante la figura del “*net equity*” che misura il rapporto tra i cosiddetti mezzi propri di finanziamento dell'azienda (*equity financing*) e il ricorso al finanziamento presso soggetti terzi a titolo di capitale di credito. Un ulteriore elemento importante di valutazione è il concetto di capitalizzazione che esprime il valore che il mercato riconosce all'impresa.

In conclusione, lo studio di KPMG ha portato ad un nulla di fatto sul versante della riforma societaria perché l'entrata in vigore della Direttiva 68/2006/CE, volta a semplificare il sistema europeo di *legal capital* sul tema delle operazioni sul capitale non è stata così incisiva come ci si aspettava. Lo studio ha, però, sicuramente fatto emergere delle discrasie dovute al naturale sviluppo del sistema economico.

Oggi il *corpus* normativo a cui fare riferimento è la Direttiva 2017/1132/UE. Mediante quest'ultima il legislatore europeo ha riunito in un unico testo normativo la disciplina concernente le norme generali sullo stabilimento e sul funzionamento delle società di capitali, tra cui si collocano le norme in materia di *legal capital* e la disciplina in materia di fusione e scissione di società di capitali.

## CAPITOLO 2

### I finanziamenti anomali dei soci nell'esperienza italiana

#### **2.1. Premessa: esiste una norma imperativa che impone di dotare la società di un capitale adeguato o non manifestamente insufficiente rispetto all'oggetto sociale?**

Prima della riforma del 2003 i commentatori osservavano che gli artt. 2412 e 2445 c.c. ponevano un chiaro collegamento tra il capitale sociale e il finanziamento della società: in particolare, l'art. 2412 c.c. prevedeva che la società potesse ricorrere al prestito obbligazionario *“per somma non eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato”*.

Un rapporto di equilibrio tra il prestito obbligazionario e il capitale sociale secondo parte della dottrina rappresentava una garanzia per i creditori in quanto *“l'equilibrio [economico finanziario dell'impresa] rappresenta la più efficace garanzia (in senso economico) di solvibilità di un organismo produttivo”*<sup>57</sup>.

L'opinione maggioritaria riteneva che l'art. 2412 c.c. (vecchia formulazione) non fosse una norma significativa per estrapolare il principio di congruità del capitale sociale rispetto alla realizzazione dell'oggetto sociale, dato che essa poneva un vincolo ad uno solo dei possibili mezzi di finanziamento esterno.

Più rilevanti sono state le considerazioni fatte con riferimento all'articolo 2496 c.c. (testo previgente), che richiamava l'art. 2445 c.c. e prevedeva la riduzione del capitale sociale per esuberanza. La norma prevedeva che *“il capitale poteva essere ridotto ai sensi dell'art. 2445 solo quando risultasse obiettivamente esuberante nell'ambito dei mezzi propri, valutati come sicuramente congrui rispetto alle esigenze produttive della società in quel momento”*<sup>58</sup>.

Il D. Lgs. 6/2003 ha apportato importanti modifiche al diritto societario e ha eliminato dall'art. 2445 c.c. il richiamo al concetto di esuberanza quale elemento legittimante la riduzione del capitale sociale mediante rimborso ai soci o liberazione dall'obbligo di effettuare i versamenti ancora dovuti: rimane che la norma potesse al limite delineare i

---

<sup>57</sup> Cfr. G. B. Portale (2004), p. 64.

<sup>58</sup> Cfr. G. B. Portale (2004), p. 65.

contorni del principio di corretto finanziamento<sup>59</sup> e un limite al disinvestimento da parte dei soci<sup>60</sup>.

Comunque ancora prima dei codici dell'età moderna la dottrina si era già interrogata sull'esistenza di un principio di congruità e adeguatezza del capitale sociale rispetto alla realizzazione dell'oggetto sociale.

Al proposito l'art. 131 del codice del commercio del 1882 prevedeva l'integrale sottoscrizione del capitale sociale all'atto della costituzione della società, la cui *ratio* era spiegata nella relazione dei lavori preparatori al codice in cui si affermava che *“la legge non deve rendersi complice di imprevidenze e danni; ad essa non si fa domanda di moltiplicare le società e di affrettarne la costituzione, ma sibbene di garantire gli interessi che in esse sono involti”*<sup>61</sup>. Così si esprimeva la *Memoria* del ministro Finali ed aggiungeva che *“né si dica che la sottoscrizione di un ingente capitale non è sempre necessaria né primordii di una società”*<sup>62</sup>.

Infatti la libertà di iniziativa economica incontrava il limite nella legge che non poteva consentire la costituzione di una società incapace di agire nel mercato.

La regola dell'integrale sottoscrizione del capitale è stata poi riproposta nell'art. 2329, co. I, n. 1 c.c. ma ancora una volta non sembra sia motivo sufficiente per affermare l'esistenza di un principio che in sede di costituzione obblighi i soci di dotare la società di un capitale congruo o non manifestamente inadeguato rispetto alla realizzazione dell'oggetto sociale fissato nello statuto.

È forse l'art. 2484, co. 1, n. 2 c.c. che prevedendo tra le cause di scioglimento della società la sopravvenuta impossibilità di realizzazione dell'oggetto sociale a porre i maggiori problemi interpretativi.

---

<sup>59</sup> Si noti che l'art. 2445, co. II c.c. oggi prevede che *“l'avviso di convocazione dell'assemblea deve indicare le ragioni e le modalità della riduzione”*. Nonostante la delibera sia di competenza assembleare residua pur sempre l'onere stringente in capo agli amministratori di corretta informazione societaria. Non è chiaro perché tale requisito non sia previsto per la società a responsabilità limitata (cfr. art. 2482, co. I c.c.). Probabilmente la *ratio* risiedeva nel diverso coinvolgimento dei soci nelle vicende societarie; a ben vedere l'uso attuale di tale modello societario, più agevole rispetto alle società per azioni, richiederebbe a mio avviso una riconsiderazione.

<sup>60</sup> Si segnala comunque G. Zanon (2003), p. 85, il quale ha sostenuto che i soci potrebbero decidere di *“subordinare la riduzione del capitale sociale a precisi requisiti come quello dell'esuberanza del medesimo, anche se gli articoli, rispettivamente, 2466, 2376, 2482 non contengono l'esplicita salvezza di una diversa disposizione dell'atto costitutivo”*.

<sup>61</sup> Cfr. Portale (2004), p. 70, nota 112.

<sup>62</sup> G.B. Portale (2004) p. 70

La riduzione del capitale sociale al di sotto di una certa soglia potrebbe essere tale da rendere impossibile la continuazione dell'attività sociale. Più chiaramente – ha sostenuto Portale – se è corretto sostenere che la società debba sciogliersi nel caso in cui le perdite siano di misura tale da non consentirle più di raggiungere l'oggetto sociale, sarebbe un controsenso che al momento della costituzione essa, pur essendo dotata del capitale minimo previsto per legge, possa essere validamente dotata anche di un capitale manifestamente insufficiente in rapporto all'oggetto sociale. La posizione è a mio avviso da condividere ma da tale norma può discendere un precetto per i soci che imponga loro di costituire una società con capitale congruo rispetto all'oggetto sociale? O in alternativa – argomenta Portale – è più corretto sostenere che la norma imponga ai soci di costituire una società con capitale sociale non manifestamente insufficiente rispetto all'oggetto sociale fissato nello Statuto?

Un'importante e recente sentenza del Tribunale di Firenze ha chiarito che *“l'impossibilità di conseguire l'oggetto sociale deve interpretarsi e valutarsi avendo riguardo alla “dimensione funzionale [della società], ossia la possibilità materiale e giuridica di svolgere l'attività prefissata – che, sempre secondo la legge (art. 2328 n.3 cc), è ciò che costituisce l'oggetto sociale”*<sup>63</sup>. Il Giudice di merito ha aggiunto che una simile situazione può ritenersi integrata solo se corrispondente ad una *“impossibilità, non temporanea ma irreversibile, di perseguire il [proprio] scopo”* e il relativo giudizio di sussistenza non deve essere *“ancorato ad un giudizio retrospettivo e obiettivo, bensì prospettico e previsionale”*<sup>64</sup>.

Il rigore con cui viene interpretata la norma potrebbe indurre a pensare che nel nostro ordinamento, sebbene nessuna norma lo preveda – è radicata l'idea che in sede di costituzione i soci debbano fare una valutazione in ordine alla misura di capitale di cui dotare la costituenda società.

L'art. 2484, co. I, n. 2 c.c. prevede che sia convocata l'assemblea dei soci *“senza indugio”* perché assumi le opportune modifiche statutarie quando sopraggiunge una causa di impossibilità sopravvenuta di realizzazione dell'oggetto sociale.

Riflette Silva che *“il concretamento di tale autonoma causa di scioglimento pone agli amministratori l'obbligo di convocare l'assemblea senza indugio affinché deliberi le*

---

<sup>63</sup> Cfr. Tribunale di Firenze, sentenza n. 3302/2021.

<sup>64</sup> Cfr. A. De Nicola (2022), sentenza pubblicata sul blog [www.legaltweet.it](http://www.legaltweet.it).

*opportune modifiche statutarie. Dalla norma si evince chiaramente che il verificarsi di tale causa di scioglimento determina l'instaurarsi di un procedimento. Gli amministratori hanno un obbligo – quello di convocare l'assemblea – sanzionato ex art. 2631 C.C.”<sup>65</sup>. Al verificarsi di una causa di scioglimento si pone, quindi, con urgenza la necessità del coinvolgimento dell'organo sociale dell'assemblea che tradizionalmente rappresenta la fonte principale da cui derivano i finanziamenti della società, in particolare – si badi – nelle società chiuse e a ristretta base azionaria come le società a responsabilità limitata<sup>66</sup>.*

*Prosegue Silva che “in ogni caso ciò che emerge con evidenza dalla norma è la necessità di un passaggio assembleare affinché vi sia una consapevole decisione dei soci in funzione del proseguimento dell'attività d'impresa, sempre espressione del favor diuturnitas societatis, restando la situazione al di fuori di una mera valutazione gestionale dell'Organo Amministrativo, e rimanendo comunque nella volontà dei soci la possibilità di procedere allo scioglimento volontario della società ex art. 2484 n. 6 [...]”.*

Nella portata di questa norma potrebbe trovare conferma, non l'esistenza di un principio “in positivo” che impone l'adeguato finanziamento, ma l'esistenza di un principio da cui desumere che la società non versi in una situazione di manifesta inadeguatezza del capitale sociale rispetto all'attività economica.

Anche Portale ha sostenuto questa tesi precisando che, sebbene le riduzioni del capitale disciplinate dagli artt. 2446 e 2447 c.c. integrano la fattispecie di cui all'art. 2484, co. I, n. 4 c.c. (non potendo essere una causa di scioglimento della società), sarebbe “*estremamente contraddittorio*” un sistema che imponga lo scioglimento della società quando le perdite sono dell'entità di cui ai suddetti articoli e allo stesso tempo consenta ai soci “*il potere di determinare arbitrariamente l'ammontare del capitale*”<sup>67</sup>, senza considerazione alcuna dell'attività che si intende condurre in comune.

---

<sup>65</sup> Cfr. M. Silva (2004), p. 7 e ss.

<sup>66</sup> Cfr. E. Gliozzi (1998), p. 133 e ss., il quale ha osservato che “è imprenditore anche chi, pur non svolgendo personalmente funzioni direttive nell'attività economica prescelta, “mantiene tuttavia il potere di nominare e revocare i manager ai quali tali funzioni direttive vengono delegate”, il che non può avvenire, appunto, se non attraverso l'esercizio del voto”. La considerazione si basa su quanto affermato dalla Relazione Mirone che definiva la S.r.l. come “solitamente costituita da soci imprenditori”. Si ricordi che la Commissione Mirone è stata istituita con decreto interministeriale del 24 luglio 1998 presso il Ministero di Grazia e Giustizia con il compito di indicare le linee fondamentali per procedere alla riforma della disciplina delle società non quotate.

<sup>67</sup> Cfr. G. B. Portale (2004), p. 69 e ss.

La dottrina maggioritaria, tuttavia, non ha sposato questa ricostruzione. Al proposito si segnala l'opinione di Niccolini, il quale ha osservato che nessuna norma consente di affermare l'esistenza di un obbligo per i soci di dotare la società di un capitale congruo.

Infatti il legislatore ha previsto di fissare solo un ammontare minimo di capitale sociale, *“lasciando alla libera determinazione dei soci qualsiasi valutazione in ordine all'apprestamento, per mezzo del capitale di rischio o altrimenti, dei mezzi finanziari necessari o comunque opportuni per il conseguimento dell'oggetto sociale; e che altrettanto avviene nelle ipotesi in cui una modificazione statutaria (riduzione del capitale per esuberanza [si ricorda che la locuzione è stata ormai abrogata], fusione) importa – o può importare – un mutamento del rapporto tra mezzi di capitale e oggetto sociale e anche una menomazione della garanzia patrimoniale dei creditori, essendo rimessa esclusivamente a questi ultimi la valutazione della situazione determinatasi e l'atteggiamento da assumere in conseguenza”*<sup>68</sup>.

Niccolini sostiene, infatti, che il sistema vigente rende impossibile desumere l'esistenza di un obbligo per i soci di dotare la società di un capitale congruo o di prevedere l'obbligo di finanziare ulteriormente la società rispetto a quanto sottoscritto.

Questa impostazione è condivisa anche da Ferri ad avviso del quale *“l'apprestamento dei mezzi finanziari necessari per il conseguimento dell'oggetto sociale è compito esclusivamente rimesso alla determinazione dei soci, i quali potranno provvedervi indifferentemente facendo ricorso al capitale di rischio o invece al finanziamento di terzi, con il solo limite del rispetto del minimo di capitale sociale”*<sup>69</sup>.

Anche Xerri ha sostenuto l'inesistenza di un principio di corretto finanziamento alla luce di quanto prevede l'art. 2464 c.c.<sup>70</sup>, introdotto con la Riforma del 2003, che ha segnato – nell'opinione dell'Autore – *“l'espresso riconoscimento dell'inesistenza di una relazione*

---

<sup>68</sup> Cfr. G. Niccolini (1981), p. 18 e ss.

<sup>69</sup> Cfr. G. Ferri (1977), p. 339. L'Autore in realtà coglieva l'esigenza di prevedere il corretto finanziamento societario affermando che *“la rilevanza sociale dell'impresa impone infatti a colui che intraprende una iniziativa economica l'onere di creare i presupposti per la sua economicità e la sua redditività, assumendo su di sé quel rischio che è la contropartita inevitabile della sua libertà di iniziativa”*. Cfr. anche G.C. Rivolta (1982), p. 93 che ha ritenuto *“legittima la costituzione della società di capitali con sottoscrizione del solo capitale minimo prescritto per legge, ancorché questo [fosse] manifestamente insufficiente al perseguimento dell'oggetto sociale”*.

<sup>70</sup> L'art. 2464 c.c. prevede che *“possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica”*.

*necessaria e biunivoca tra conferimenti e capitale sociale: la tutela del capitale sociale non è più ricercata, infatti, ponendo un rigido e indissolubile rapporto tra valore del singolo conferimento del socio e valore nominale delle quote che gli sono assegnate*<sup>71</sup>.

Volendo tuttavia accedere alla tesi contraria ed ammettere l'esistenza di un principio di congruità del capitale sociale rispetto all'oggetto sociale, impedendo a tal fine la *“manifesta sottocapitalizzazione materiale della società, intesa come squilibrio eccessivo dei mezzi propri rispetto all'entità dei debiti”*<sup>72</sup>, dovrebbe allora essere previsto un sistema di controllo preventivo che impedisca ad entità non dotate degli strumenti finanziari necessari per iniziare e proseguire l'attività economica l'ingresso nel mercato.

Il giudizio di omologazione giudiziario previsto dal vecchio art. 2330 c.c. non consentiva al giudice di sindacare il merito delle scelte dei soci, dovendo pertanto limitare il proprio sindacato a un giudizio di legalità. Anche la giurisprudenza onoraria era dello stesso avviso, tale per cui l'omologazione di una società era rigettata solo nel caso in cui il capitale sociale era manifestamente inconsistente.

L'art. 32 della legge 340/2000 ha sostituito il giudizio di omologazione affidando al notaio, in qualità di pubblico ufficiale, il compito di verificare l'adempimento delle condizioni stabilite dalla legge per la costituzione della società (anche nel caso di successivo aumento del capitale sociale), procedendo contestualmente al deposito dell'atto costitutivo e alla richiesta di iscrizione nel Registro delle Imprese<sup>73</sup>.

E non potrebbe essere diversamente: si impone la necessità di tutelare la libertà di iniziativa economica sancita dall'art. 41 della Costituzione; secondariamente il capitale sociale è una delle forme di finanziamento della società, potendo i soci decidere di

---

<sup>71</sup> Cfr. G. Xerri (2011), p. 142. Infatti la Relazione Illustrativa alla Riforma quanto alla natura dei conferimenti nella società a responsabilità limitata ha previsto *“l'acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'attività sociale”* regolando *“l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base delle scelte contrattuali”*.

<sup>72</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 184.

<sup>73</sup> Un controllo di merito avrebbe consentito valutare l'opportunità e la convenienza economica della costituzione di una società, valutazione mai consentita poiché avrebbe determinato l'ingerenza del giudice prima e del notaio poi nella sfera inviolabile della libertà contrattuale e di iniziativa economica dell'individuo. La lettera della norma tuttavia non è chiara: il controllo di legalità sostanziale potrebbe coinvolgere anche un giudizio sulla congruità della consistenza patrimoniale. In ogni caso non essendo questa la sede per approfondire il tema molto dibattuto ci si rimette a quanto sostenuto dalla dottrina e dalla giurisprudenza maggioritaria per cui il notaio non è competente a fare una valutazione in merito alla congruità del capitale sociale rispetto alla realizzazione dell'oggetto sociale.

ricorrere anche allo strumento del capitale di credito nonché a quello obbligazionario (con i dovuti limiti previsti dalla legge), variegando la composizione patrimoniale e ripartendo il rischio.

In alternativa si correrebbe il rischio di affermare l'esistenza di un principio di tipicità delle forme di finanziamento della società da parte dei soci.

A tal proposito afferma Maugeri che *“la libertà di finanziamento dei soci, espressione dell'autonomia privata, si sostanzia allora: per un verso nella facoltà di fissare discrezionalmente la cifra di capitale sociale, purché superiore al minimo legale (libertà di finanziamento nell'an); per un altro verso, e in mancanza di una situazione di crisi della società, nella facoltà di optare per il rifinanziamento della società, attraverso lo strumento del mutuo, del versamento in conto capitale, del conferimento imputato a capitale nominale (libertà di finanziamento nel quomodo)”*<sup>74</sup>.

Anche la dottrina aziendalistica nega di poter essere in grado di fornire principi che individuino quale è l'esatto rapporto di congruità tra capitale e oggetto sociale al momento della costituzione della società, pur attestando la necessità di evitare la sottocapitalizzazione manifesta nella fase iniziale dell'attività sociale.

A valle di queste considerazioni appare evidente che nel nostro ordinamento non è possibile astrarre un principio che imponga ai soci di dotare la società di un capitale congruo o non manifestamente insufficiente rispetto all'oggetto sociale fissato nello Statuto.

Nel complesso però l'impianto normativo suggerisce l'esistenza di un principio che affida ai soci il compito di valutare l'adeguatezza della struttura patrimoniale di cui dotare la società che si appresta ad entrare nel mercato<sup>75</sup>.

## **2.2. Riflessioni sull'esistenza di un principio di corretto finanziamento della società**

Nel corso del primo capitolo ci si è soffermati sull'analisi del ruolo del capitale sociale nelle società di capitali partendo dalla regola imperativa del capitale minimo previsto per legge.

---

<sup>74</sup> Cfr. Maugeri (2005), p. 31.

<sup>75</sup> Con ciò ovviamente non si intende fare riferimento a forme di ingerenza nella libera iniziativa economica da parte dello Stato ma non bisogna trascurare che le norme del Codice Civile sono il riflesso della realtà economica fatta di piccole e medie imprese e in ragione della quale il Legislatore ha fatto delle scelte precise.

Anche alla luce dell'esperienza comparatistica tedesca, oggetto di analisi del terzo capitolo di questa breve trattazione, occorre chiedersi se esiste una regola altrettanto imperativa che imponga di dotare la società di un capitale congruo o comunque non manifestamente insufficiente rispetto alla realizzazione dell'oggetto sociale fissato nell'atto costitutivo.

Gli artt. 2328 e 2463 c.c. stabiliscono che l'atto costitutivo indichi l'attività che costituisce l'oggetto sociale, cioè l'attività economica (possibile, determinata e lecita) che i soci intendono esercitare in comune e al servizio del quale pongono i conferimenti, con l'obiettivo di conseguire il c.d. scopo-fine che può essere lucrativo, mutualistico o consortile.

L'oggetto sociale viene quindi stabilito al momento della costituzione della società quando i soci effettuano i conferimenti, strumentali (e necessari) per dare avvio all'attività economica.

In altri termini, nel nostro ordinamento, esiste una regola, non espressa, ma desumibile, che imponga ai soci di dotare la società, non solo del capitale minimo, ma anche di un capitale congruo o comunque non manifestamente inadeguato rispetto alla realizzazione dell'oggetto sociale?

La dottrina e la giurisprudenza hanno dibattuto a lungo su questo tema.

Maugeri nel volume dedicato all'analisi della disciplina dei finanziamenti anomali dei soci affronta il tema del corretto finanziamento della società e ha affermato che *“il tentativo ricostruttivo legato all'individuazione nel nostro ordinamento di regole che limitino le scelte dei soci in ordine all'equilibrio finanziario delle società (e di cui costituirebbero applicazione le norme espressamente statuite in seno alla disciplina del capitale o quella dell'art. 2467 c.c.), deve confrontarsi con un dato di fondo: la libertà dei “proprietari” di apprezzamento del fabbisogno finanziario iniziale e successivo dell'impresa sociale che appare espressione particolare del generale principio costituzionale della libertà di iniziativa economica dei privati”*<sup>76</sup>.

---

<sup>76</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 177-178. Cfr. sul punto anche N. De Luca (2010) p. 20561, il quale ha sostenuto anche che una regola di mantenimento di adeguata capitalizzazione non sussiste per la durata dell'attività societaria né a tutela dei creditori e neppure nei confronti dei soci di minoranza; tanto è confermato dal fatto che *“in caso di perdite gravi è obbligatoria la riduzione, non la reintegrazione, né il vincolo di destinare a questo scopo i futuri avanzi di esercizio”*. Si osservi comunque che ad opinione

Preliminarmente, dunque, bisogna chiedersi se esiste un principio di congruità del capitale rispetto all'oggetto sociale da cui discenderebbe una responsabilità per il corretto finanziamento della società e se sussiste un principio di tipicità delle poste del netto patrimoniale che impedisce ai soci di ricorrere a forme di finanziamento alternative rispetto al conferimento.

Tale digressione si rende necessaria per affrontare il tema centrale del presente elaborato che si propone di analizzare il fenomeno molto diffuso dei finanziamenti anomali<sup>77</sup> dei soci in situazioni di sottocapitalizzazione societaria disciplinato dall'art. 2467 c.c., per capire *“che spazio residui per eventuali regole di “corretto finanziamento” dell'impresa in crisi in seno alle quali collocare l'art. 2467 c.c. come pilastro nella tutela del grado di patrimonializzazione della nuova s.r.l.”*<sup>78</sup>.

### **2.3. La Riforma delle società di capitali e delle società cooperative n. 6/2003 e l'introduzione dell'art. 2467 c.c.**

Con la Riforma del 2003, volta ad apportare una modifica organica della disciplina prevista per le società di capitali e per le società cooperative, il Legislatore ha per la prima volta disciplinato il fenomeno della c.d. sottocapitalizzazione nominale, che ha luogo quando la società si dota delle risorse necessarie all'esercizio dell'attività d'impresa, non ricorrendo al capitale di rischio mediante l'apporto di mezzi propri ma attraverso i prestiti dei propri soci<sup>79</sup>.

Come anticipato nella premessa di questo capitolo, la digressione che ha preceduto può essere utile per affrontare l'analisi del tema dei finanziamenti anomali dei soci. Infatti l'inesistenza di una norma imperativa che imponga ai soci l'obbligo di adeguata capitalizzazione e l'assenza di un principio di tipicità delle forme di finanziamento

---

dell'Autore non sono chiare le ragioni per cui la riduzione obbligatoria *ex art. 2446 c.c.* è prescritta solo in presenza di “gravi perdite”, reputate tali in relazione all'ammontare del capitale sociale e non anche quando una riduzione sarebbe coerente con il sistema che individua nella riduzione obbligatoria il sistema per *“tornare a distribuire utili”* e aggiungerei – una forma di tutela informativa nei confronti dei creditori.

<sup>77</sup> Così li ha definiti M. Maugeri (2005), p. 75.

<sup>78</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 179.

<sup>79</sup> Differente è la situazione di sottocapitalizzazione materiale della società che *“è ravvisata tutte le volte in cui il fabbisogno finanziario di una società, dotata di un capitale del tutto sproporzionato rispetto all'oggetto sociale, non è coperto nemmeno con i prestiti dei soci”*. Cfr. Portale (2004), p. 41. e (2003), p. 666 e ss.

evidenziano la portata dell'art. 2467 c.c. che consente ai soci di finanziare la società erogando prestiti con il conseguente diritto al rimborso e alla remunerazione qualora siano pattuiti anche gli interessi. In caso contrario, la previsione di cui all'art. 2467 c.c. incontrerebbe ulteriori difficoltà interpretative, oltre che applicative.

Il fenomeno dei finanziamenti anomali dei soci in situazioni di sottocapitalizzazione è disciplinato dall'art. 2467 c.c., il quale prevede che *“il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito”*<sup>80</sup>.

Si tratta di una norma imperativa che presenta il carattere dell'indisponibilità e della inderogabilità da parte dell'autonomia privata. Ne consegue che gli amministratori dovranno declinare la richiesta di rimborso dal socio finanziatore<sup>81</sup>, qualora si ammettesse che la regola della postergazione agisca anche *durante societate*.

Negli ordinamenti che per primi si sono interessati del fenomeno, come quello tedesco e greco, l'iniziale approccio giurisprudenziale è consistito nella riqualificazione (d'imperio) dei finanziamenti dei soci in apporti devoluti a capitale sociale (*rectius*: “capitale di rischio” o “capitale proprio”); tale impostazione è stata successivamente superata con la codificazione della regola della postergazione del rimborso del credito<sup>82</sup>.

---

<sup>80</sup> *Segue*. Art. 2467, co. II c.c.: *“Ai fini del precedente comma s'intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento”*.

La norma, introdotta con il D. Lgs. 6/2003 si proponeva l'obiettivo *“di offrire agli operatori economici uno strumento caratterizzato da una significativa ed accentuata elasticità e che, imperniato fundamentalmente su una considerazione delle persone dei soci e dei loro rapporti personali, si volge a soddisfare esigenze particolarmente presenti nell'ambito del settore delle piccole e medie imprese”* – così la Relazione illustrativa al D. Lgs. 6/2003.

<sup>81</sup> Cfr. N. Abriani (2011), p. 317 e ss., il quale ha osservato che neppure il diritto di garanzia, per quanto lecito e valido, potrà essere messo in esecuzione dal socio (garantito) finché il credito, a causa della condizione di squilibrio finanziario, sarà sottoposto alla postergazione legale. Infatti la *business judgment rule* impone agli amministratori di acquisire e gestire le informazioni necessarie per valutare se il finanziamento sia stato erogato o meno in presenza dei presupposti di cui all'art. 2467, co. II c.c. e per operare *“una valutazione prospettica sull'evoluzione della situazione finanziaria della società e della sua compatibilità rispetto all'erogazione a favore dei soci”*. Va da sé che in assenza di queste condizioni gli amministratori sono tenuti a rimborsare il socio nel termine contrattualmente stabilito.

<sup>82</sup> L'evoluzione della disciplina dei finanziamenti atipici dei soci in Germania sarà oggetto di analisi nella terza parte di questa trattazione.

Questa soluzione è stata poi recepita anche dal Legislatore italiano con la Riforma del 2003 che, con l'introduzione dell'art. 2467 c.c., ha disciplinato per la prima volta il fenomeno dei finanziamenti dei soci alla società sottocapitalizzata. La norma quindi si colloca all'interno di un acceso dibattito dottrinale sulla natura di tali finanziamenti, ma soprattutto sulla disciplina applicabile in caso di fallimento della società poiché *“non si riteneva equo che, in caso di fallimento, i soci finanziatori accampassero pretesa di essere trattati alle stregua degli altri creditori”*<sup>83</sup>.

La norma prevede infatti che ove il socio finanzia l'attività sociale, con qualunque strumento finanziario, in una situazione di squilibrio economico-finanziario, il suo diritto di credito è postergato rispetto al soddisfacimento dei creditori esterni.

La *ratio* della norma è chiara: si intende tutelare i creditori che altrimenti rimarrebbero esposti all'arbitrio dei soci che, essendo a conoscenza delle difficoltà economico-finanziarie della società, decidano di contribuire alla continuazione dell'attività sociale evitando però il correlato rischio d'impresa a cui si esporrebbero deliberando un aumento di capitale sociale.

La lettera dell'art. 2467 c.c. ha posto numerosi problemi interpretativi in merito alla corretta interpretazione da dare alle nozioni di “eccessivo indebitamento” e di “ragionevolezza del conferimento” che costituiscono i presupposti per l'applicazione della disciplina; quanto invece al presupposto soggettivo e oggettivo di applicazione della norma non è chiaro se la regola della postergazione operi solo con riferimento ai finanziamenti effettuati dai soci “imprenditori” (e non nei confronti dei soci che possiedono irrisorie percentuali di capitale sociale<sup>84</sup>) e se opera anche *durante societate* o solo in sede di apertura di una procedura concorsuale.

Per tale ragione occorre indagare come la dottrina e la giurisprudenza hanno inteso sciogliere tali dubbi interpretativi.

---

<sup>83</sup> Cfr. M. Campobasso (2011), p. 238.

<sup>84</sup> Il dubbio si collega all'espressione di volontà di questi soci che in ragione della piccola partecipazione societaria che detengono potrebbero non essere in grado di condizionare le scelte della maggioranza dell'assemblea in ordine all'eventualità di finanziare la società a titolo di capitale di rischio o di credito.

### 2.3.1. Il presupposto soggettivo di applicazione dell'art. 2467 c.c.

È ormai opinione consolidata in dottrina che la norma trovi applicazione nei confronti dei finanziamenti di tutti i soci e a prescindere dalla quota di partecipazione sociale.

L'art. 2476, commi I e II c.c. prevedono che *“i soci che non partecipano all'amministrazione hanno diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione. I soci che non partecipano all'amministrazione hanno diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione.”*<sup>85</sup>.

Tale disciplina assicura ai soci ampi poteri informativi per valutare l'esposizione debitoria quando si decide di concedere un prestito; sarebbe ingiustificato limitare l'applicazione della norma solo ai soci che godono di una posizione centrale nella compagine sociale<sup>86</sup>.

È altresì irrilevante che il finanziamento sia stato concesso da un *ex* socio, in quanto la dottrina è unanime nell'affermare che *“ai fini della riqualificazione è determinante la situazione della società al momento della concessione del finanziamento”*<sup>87</sup>.

Quindi l'eventuale perdita della qualità di socio in un momento successivo alla concessione del credito è irrilevante ai fini della postergazione se il credito è stato concesso in un momento in cui a causa della situazione di squilibrio patrimoniale e finanziario era più opportuno un conferimento.

La stessa disciplina si applica anche al finanziamento concesso da un socio straniero *“perché la postergazione è, nel nostro ordinamento, questione di diritto societario (e non di diritto fallimentare come in Germania o in Spagna), perché è conseguenza del possesso*

---

<sup>85</sup> I poteri informativi dei soci della S.r.l. trovano in definitiva più ampia manifestazione nell'azione di responsabilità disciplinata dall'art. 2476, co. 3 c.c..

<sup>86</sup> Per un'opinione contraria, F. Vassalli (2004), p. 271, il quale ha proposto per la non applicazione della postergazione legale al finanziamento concesso dal socio che si trovi *“in una posizione marginale sul piano della partecipazione al capitale sociale o della titolarità di poteri amministrativi”*.

<sup>87</sup> Cfr. Portale (2003), p. 164, M. Maugeri (2005), p. 139 e Abriani (2011), p. 350 e ss.

*della qualità di socio da parte del finanziatore; come tale la materia è regolata dalla lex societatis*<sup>88</sup>.

Diversamente, non sono soggetti a postergazione i finanziamenti concessi da soggetti correlati ad un socio (il coniuge, i parenti) e quelli concessi dall'usufruttuario e dal creditore pignoratizio<sup>89</sup>.

Se il credito, invece, viene ceduto e circola secondo i principi cartolari, la postergazione non è applicabile in quanto si tratta di un'eccezione personale opponibile solo nei confronti del titolare originario del diritto, a meno che si dimostri che il socio ha agito con dolo o in frode alla legge, circostanza che andrà accertata in giudizio.

Questa ricostruzione interpretativa è giustificata dalle norme e, in particolare, si vuole richiamare l'art. 2479, co. V c.c. che prevede che *“ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo [...]”*, ma ancor prima dalla Relazione Illustrativa della Riforma legislativa n. 6/2003 che aveva previsto *“la loro [dei soci] presenza attiva nella vita della società”*.

In altri termini il socio nella S.r.l. è considerato avere una posizione qualificata rispetto alla gestione della società, in termini di poteri e doveri informativi; ne discende che quando decide di concedere un finanziamento è nella posizione di valutare le esigenze della società e di scegliere consapevolmente se concedere un finanziamento o immettere quanto conferito definitivamente nel circuito produttivo.

Di qui la rilevanza della qualità di socio ai fini dell'individuazione del requisito soggettivo di applicazione della norma.

### **2.3.2 Il presupposto oggettivo di applicazione della norma: la nozione di finanziamento rilevante ai sensi dell'art. 2467 c.c.**

Al fine di dotare la società dei mezzi necessari per lo svolgimento dell'attività sociale i soci possono contribuire tramite apporti di varia natura, sia a titolo di capitale di

---

<sup>88</sup> Cfr. M. Campobasso (2011), p. 244 e M. R. De Ritis (2014), p. 741 e ss.

<sup>89</sup> Cfr. M. Campobasso (2011), p. 244, il quale ha sostenuto che l'usufruttuario e il creditore pignoratizio, pur godendo di ampi diritti di informazione e controllo previsti dall'art. 2476 c.c., in forza del richiamo operato dall'art. 2471-bis c.c., non sono soci, come invece prevede la lettera dell'art. 2467 c.c..

credito che di rischio. Questi ultimi possono essere “versamenti in conto capitale”, “in conto aumento capitale” o “in conto futuro aumento capitale”.

L’art. 2467 c.c. tuttavia non chiarisce cosa si debba intendere per finanziamento “*in qualsiasi modo effettuato*”, e neppure la Relazione Illustrativa del D. Lgs. 6/2003 può essere d’aiuto poiché ha lasciato all’interprete il compito di colmare la lacuna affermando che “*non potendosi in via generale individuare parametri quantitativi, è stata quella di un approccio tipologico con il quale, [si deve] ricercare se la causa del finanziamento è da individuare nel rapporto sociale (e non in un generico rapporto di credito)*”<sup>90</sup>.

In generale, sia il conferimento che il finanziamento rientrano nella categoria più ampia dei “versamenti”, termine che rimanda al concetto di un rapporto finanziario (cui sottende un rapporto giuridico) in cui vi è il passaggio di denaro o di qualunque altro bene economicamente apprezzabile da un soggetto ad un altro: nel caso di specie dal socio alla società.

Quanto invece alla natura del versamento l’elemento che contraddistingue le erogazioni dei soci a favore della società è il diritto alla restituzione dell’esborso. I contributi erogati ed acquisiti al patrimonio sociale (aumento del capitale sociale e contributi in conto capitale, a fondo perduto e a copertura delle perdite) diventano mezzi propri della società e sono iscritti nella voce “capitale sociale” o “altre riserve” del passivo dello stato patrimoniale<sup>91</sup>. Invece le erogazioni di denaro (a prescindere dalla pattuizione sulla maturazione degli interessi) con obbligo di rimborso costituiscono un debito per la società che va iscritto nel passivo dello stato patrimoniale mentre per il socio rappresenta un credito di uguale ammontare.

Quindi costituisce finanziamento rilevante ai sensi dell’art. 2467 c.c. qualsiasi operazione volta “*a procurare al destinatario valori in vista della soddisfazione di una determinata esigenza, non necessariamente attinente alla produzione di beni e servizi*”<sup>92</sup>.

Rientrano nell’ambito applicativo della norma in esame i tipici contratti di credito quali il mutuo, l’apertura di credito, l’anticipazione bancaria, lo sconto e la garanzia prestata dal socio per finanziamenti concessi da terzi e la dilazione di pagamento del prezzo

---

<sup>90</sup> Così la Relazione Illustrativa del D. lgs. 6/2003, § 11.

<sup>91</sup> Merita sottolineare che tali voci sono iscritte nel passivo dello stato patrimoniale perché, pur non costituendo un debito, costituiscono una fonte di finanziamento per la società e non una fonte di impiego.

<sup>92</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 151 e ss..

relativo a fornitura merci, l'associazione in partecipazione; più in generale, rientrano in questa categoria tutte le operazioni che hanno comunque la funzione di procurare un finanziamento alla società<sup>93</sup>.

A tal proposito si è discusso se siano rilevanti, ai fini dell'applicazione dell'art. 2467 c.c., le operazioni quali il *lease-back*, il leasing finanziario, il contratto di locazione e d'affitto, la licenza per l'uso di brevetti e marchi. In altri termini, è possibile applicare la disciplina della postergazione a contratti in cui non c'è il trasferimento del diritto di proprietà del bene ma il finanziamento si estrinseca nella messa a disposizione di un diritto reale o personale di godimento?

L'applicazione dell'art. 2467 c.c. a questa tipologia di contratti comporterebbe “*una indebita espropriazione del socio*”<sup>94</sup>. Tuttavia tale argomentazione non sembra decisiva nel senso di escludere questi contratti dall'applicazione della disciplina della postergazione in quanto – riflette Maugeri – occorre fare fede alla lettera della norma che parla di finanziamenti “*in qualunque forma effettuati*”, imponendo quindi di superare il dato formale per risalire alla sostanza economica dell'operazione. Anche i contratti menzionati, diversi dalla dazione di denaro, hanno come fine quello di contribuire a riequilibrare la situazione finanziaria di una società in crisi; quindi “*simili interventi a favore della società sottocapitalizzata [sono] perfettamente equivalenti a un prestito monetario*”<sup>95</sup>.

Infatti il godimento di beni infungibili essenziali per l'economia dell'impresa (si pensi all'affitto d'azienda, alla licenza di un brevetto, al *leasing* finanziario avente ad oggetto importanti beni strumentali per l'attività aziendale) assolve alla funzione di finanziamento perché consente alla società di superare la situazione di difficoltà, traslando il rischio sui creditori. Non si vede pertanto perché la disciplina di cui all'art. 2467 c.c. non debba trovare applicazione<sup>96</sup>.

---

<sup>93</sup> Cfr. M.G. Paolucci (2014), p. 288, la quale ha sostenuto che “*la formula utilizzata dall'art. 2467, 2° comma, «finanziamenti in qualsiasi forma effettuati», è, però, volutamente generica e onnicomprensiva, al punto da includere [...], più in generale, qualunque operazione avente natura finanziaria, in esito alla quale la società assume un debito verso il socio*”. Cfr. in termini anche E.R. Desana (2008), p. 181 ss., la quale sul punto ha chiarito che la dottrina maggioritaria ritiene che l'espressione “*in qualunque forma effettuati*” va in intesa in senso ampio con la conseguenza che passibile di applicazione della disciplina di cui all'art. 2467 c.c. qualunque *apporto di utilità* a beneficio della società.

<sup>94</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 153.

<sup>95</sup> Cfr. G Terranova (2004), p. 1481.

<sup>96</sup> È opportuno notare, infatti, che finanziare una società non significa solamente dotarla di denaro ma anche, e soprattutto a seconda dell'attività d'impresa condotta, dei beni necessari per la continuazione dell'attività.

D'altra parte, con la Riforma del 2003 è stato finalmente superato il limite ai conferimenti del socio nella società a responsabilità limitata: l'art. 2462, co. II c.c. prevede che *“possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica”*, adottando così la funzione produttiva del capitale nella s.r.l. e consentendo conferimenti di qualunque genere purché idonei ad incrementare il patrimonio sociale.

I dubbi interpretativi nascono non solo in ordine al fatto che non c'è un trasferimento del diritto di proprietà che rimane in capo al socio conferente ma l'altro profilo critico si attesta in ordine all'interpretazione del requisito della ragionevolezza del conferimento. Premesso che la corretta interpretazione di tale nozione sarà oggetto di analisi in uno specifico paragrafo di questo capitolo, con riferimento ai contratti atipici di cui si discute, il profilo è più complesso perché impone di valutare il valore del bene conferito al valore di mercato.

Anche questa considerazione secondo Maugeri non è sufficiente per escludere l'applicazione degli effetti della postergazione ai contratti atipici perché rimane possibile fare una valutazione obiettiva della situazione della società e individuare il criterio che spinge un creditore ad investire nella società con l'obiettivo di massimizzare il rendimento dell'investimento. In altri termini, come capire se un investitore avrebbe erogato un finanziamento tramite la stipula del contratto d'affitto, di locazione o di *leasing*? L'analisi di mercato e del comportamento del finanziatore medio (inteso come uomo d'affari che agisce nell'ottica di massimizzare il proprio investimento) è lo strumento per capire se, al momento della stipulazione del contratto atipico da parte del socio, anche un terzo avrebbe *ragionevolmente* finanziato la società per le più svariate ragioni.

Nell'intento di colmare la lacuna normativa la Suprema Corte è intervenuta affermando che la natura del finanziamento può essere dedotta anche dalla volontà delle parti resa nota nella delibera assembleare di approvazione del bilancio: *“se tuttavia, manca una chiara manifestazione di volontà, la chiave di lettura della qualificazione non può che essere ricercata nella terminologia adottata dal bilancio: questo è soggetto all'approvazione dei soci e le qualificazioni che i versamenti hanno ricevuto nel bilancio*

*diventano determinanti per stabilire se si tratta di finanziamento o di conferimento*".<sup>97</sup>

Secondo questo orientamento il bilancio consentirebbe di capire la natura dei finanziamenti ma sarebbe riduttivo soffermarsi solo a quanto riportato nelle scritture contabili, non potendo escludere errori nella redazione del bilancio, o più semplicemente, che non siano esplicitate le modalità, i termini e i tempi di restituzione.

Al più l'assenza di un termine e delle modalità di restituzione di quanto erogato possono costituire un rilevante indizio che il finanziamento sia da imputare a capitale, venendo meno il diritto al rimborso del socio<sup>98</sup>.

Si riporta infine la riflessione di Pedersoli che ha sostenuto che *"se dunque, da un lato, si deve riconoscere che l'obiettivo è quello di impedire l'elusione del regime di postergazione legale, dall'altro, si deve tenere presente che la nozione di "finanziamento" rilevante ai fini dell'art. 2467 c.c. non può essere interpretata tanto estensivamente da colpire qualsiasi tipo di sostegno finanziario concesso dal socio anche in un momento in cui la società era ancora in bonis. A diversa soluzione si potrebbe giungere solo una volta che l'ordinamento decidesse di adottare una politica di totale e indiscriminato "disfavore" rispetto alla scelta del socio di finanziare la società, piuttosto che effettuare un conferimento a capitale o un apporto a patrimonio: in tal caso diverrebbe del tutto irrilevante il momento in cui venga concesso il finanziamento"*<sup>99</sup>. Tale soluzione non è suffragata da alcun elemento normativo e soprattutto sarebbe in contrasto con il noto principio della libertà di finanziamento riconosciuta ai soci.

In conclusione, il termine "finanziamento" rilevante ai sensi dell'art. 2467 c.c. è qualunque apporto di denaro o di beni economicamente valutabili con diritto al rimborso. Mentre tale è l'opinione consolidata in dottrina, la giurisprudenza più concretamente tende ad analizzare anche la natura sostanziale del finanziamento indagando la volontà

---

<sup>97</sup> Cfr. Cassazione Civile, sentenza n. 12539/1998.

<sup>98</sup> Stabilire *"se si sia in presenza dell'una o dell'altra ipotesi è questione di interpretazione della volontà delle parti, tenendo presente che la prova - che il socio ha l'onere di fornire - della esistenza di un titolo che giustifichi la pretesa di restituzione deve essere tratta non tanto dalla denominazione con la quale il versamento è registrato nelle scritture contabili della società quanto soprattutto dal modo in cui concretamente è stato attuato il rapporto, dalle finalità pratiche cui esso appare diretto e dagli interessi che vi sono sottesi"* Cfr. Cass. Civ., sentenza n. 15944/2012.; *ex multis* cfr. Cass. Trib. Napoli, sentenza 8 luglio 2021; Civ., sentenza n. 2758/12; Cass. Civ., sentenza n. 7692/2006. In dottrina cfr. Portale (1995), p. 441 e ss.

<sup>99</sup> Cfr. E. Pedersoli (2013), p. 1237.

del socio finanziatore che emerge dalla previsione dell'obbligo di rimborso e dalle scritture contabili, dalla posizione assunta dal socio all'interno della società e dall'interesse economico perseguito.

#### **2.4. I presupposti applicativi della disciplina: l'«eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto» e la «situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento»**

L'art. 2467, comma 2, c.c. prevede che la regola della postergazione disciplinata dal primo comma si applichi ai finanziamenti anomali, tali perché concessi dal socio in presenza di due condizioni – che sono alternative<sup>100</sup> –, cioè l'«eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto» e una «situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento».

La norma non è chiara e lascia all'interprete l'arduo compito di ricostruire l'esatto significato delle due nozioni la cui incertezza espone la norma ad applicazioni difformi ed erranee da parte delle Corti.

Dalla norma si evince che l'anomalia derivi dal fatto che il finanziamento è stato effettuato in presenza di uno squilibrio «eccessivo» tra mezzi propri e mezzi di terzi o (in realtà, non è chiaro se i requisiti siano alternativi o cumulativi) in presenza di una situazione finanziaria in cui sarebbe stato opportuno un conferimento, cioè opportuno che i soci effettuassero un apporto da far confluire in via definitiva nel patrimonio della società.

Il legislatore non fornisce alcun criterio quantitativo per stabilire quando il rapporto tra indebitamento e mezzi finanziari propri sia corretto e quando *eccessivamente* sbilanciato, né è chiaro il requisito della ragionevolezza del conferimento, giacché, se la società ha

---

<sup>100</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p.159, il quale chiarisce che si tratta di requisiti alternativi, non solo perché la norma utilizza la congiunzione disgiuntiva “*oppure*”, ma soprattutto perché la situazione di squilibrio finanziario e quella di squilibrio patrimoniale sono differenti. L'uno, infatti, afferisce ai flussi di cassa, l'altro alla gestione del rapporto tra impieghi e fonti di finanziamento. L'Autore sostiene che “*come attesta anche il sistema dell'informazione di bilancio (cfr. art. 2423, comma 2, c.c.) alla stregua del quale pure dovranno trarsi indicazioni in ordine alla sottocapitalizzazione della società, la situazione “finanziaria” rilevante per il sindacato di ragionevolezza non è certamente sinonimo di situazione patrimoniale*”. Tale considerazione trova conferma anche nel concetto di insolvenza rilevante ai sensi dell'art. 5 della legge fallimentare che, quale requisito di fallibilità della società, prevede che la situazione di illiquidità determini l'impossibilità per la società insolvente di adempiere regolarmente e con mezzi normali di pagamento alle proprie obbligazioni.

bisogno di mezzi finanziari è sempre ragionevole sia un conferimento che un finanziamento.

Anzi, la Relazione Illustrativa del D. Lgs. 6/2003 afferma che non potendosi individuare dei parametri quantitativi precisi la scelta “è stata quella di un approccio tipologico con il quale, dovendosi ricercare se la causa del finanziamento è da individuare nel rapporto sociale (e non in un generico rapporto di credito): in tal senso l'interprete è invitato ad adottare un criterio di ragionevolezza, con il quale si tenga conto della situazione della società e la si confronti con i comportamenti che nel mercato sarebbe appunto ragionevole aspettarsi”<sup>101</sup>.

D'altra parte, nel nostro ordinamento vige il principio della libertà di finanziamento in virtù del quale i soci non sono tenuti a conferire più di quanto hanno pattuito in sede di costituzione.

Una delle prime sentenze della Corte di Cassazione che ha cercato di chiarire i presupposti della norma è la sentenza n. 16393 del 2007 che ha affermato che la postergazione opererebbe quando “la società, in relazione all'attività in concreto esercitata, aveva la necessità delle risorse messe a disposizione dai soci finanziatori e non sarebbe stata in grado di rimborsarli”.

Anche la dottrina è dello stesso avviso.

In tal senso occorre richiamare le riflessioni di Campobasso che nel confermare l'impossibilità di stabilire soglie precise di indebitamento oltre le quali la società rischia il fallimento conferma che può solo affermarsi che “l'indebitamento [è] eccessivo quando è tale da porre la società a rischio di insolvenza. Il finanziamento del socio perciò è postergato se, nel momento in cui viene concesso, sussiste una rilevante probabilità che la società non sia in grado, rimborsandolo, di far fronte regolarmente alle pretese dei propri creditori”<sup>102</sup>.

In assenza di requisiti quantitativi certi occorre individuare dei criteri di valutazione cui fare riferimento.

---

<sup>101</sup> Cfr. Relazione alla Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366.

<sup>102</sup> Cfr. M. Campobasso (2011) p. 241.

Tra questi figura l'indice di *rating* assegnato dalle banche o da altri enti creditizi che valutano, sulla base dei criteri comunemente accettati con l'Accordo di Basilea, la meritevolezza creditoria della società, nonché l'indice di indebitamento<sup>103</sup>.

Dello stesso avviso è anche Maugeri che riscontrando nei finanziamenti dei soci “*il tentativo di allontanare lo spettro dell'incipiente insolvenza*”<sup>104</sup> rileva che la valutazione ha carattere “statico” in quanto ha ad oggetto l'analisi della struttura del passivo. Ne consegue, secondo l'Autore, che il rilievo pratico dell'art. 2467 c.c. si ha quando “*lo squilibrio, in quanto “eccessivo” denoterà una situazione di sottocapitalizzazione materiale rilevante però non come presupposto per l'assunzione di una responsabilità illimitata o comunque “esterna” del socio nei confronti dei creditori sociali, ma nel senso di offrire un criterio di qualificazione della scelta di finanziamento compiuta dal socio*”<sup>105</sup>.

Aderendo a tale prospettiva si giunge a riscontrare la necessità di un raffronto tra la situazione patrimoniale, e quindi l'analisi della consistenza dei mezzi propri, e quella finanziaria. Com'è noto, infatti, una momentanea e transitoria difficoltà finanziaria non esclude che, se non correttamente gestita, l'imprenditore possa entrare nella fase dell'insolvenza<sup>106</sup>.

---

<sup>103</sup> Ci si riferisce al cd. “*effetto leva*”: la leva finanziaria o *leverage* è una strategia di investimento che consiste nell'effettuare investimenti che, pur determinando l'aumento del debito, hanno un rendimento finanziario maggiore. In altre parole, le società utilizzano il debito per investire il proprio capitale ed aumentare il valore patrimoniale della società senza ricorrere ad aumenti di capitale sociale o ad altri strumenti di raccolta del capitale sociale. Cfr. M. Campobasso (2008), p. 443 e ss., il quale ha sostenuto “*l'eccessivo indebitamento riduce invece il valore dell'impresa sociale perché il mercato sconta il rischio crescente di insolvenza e i relativi costi. L'equilibrio finanziario si raggiunge quando il livello del debito è tale che queste due contrapposte tendenze si bilanciano. Oltre tale soglia è economicamente ragionevole effettuare un conferimento, perché l'ulteriore indebitamento ridurrebbe il valore dell'impresa*” – aggiungendo comunque che nessun finanziamento è scevro di rischio in quanto non è possibile stabilire con certezza se una scelta finanziaria avrà esito positivo o negativo sul valore dell'impresa.

<sup>104</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 163 e ss.

<sup>105</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 165. *Contra* G. B. Portale, (2003), p. 162, il quale sostiene che se il rimborso determina una situazione di sottocapitalizzazione materiale, la conseguenza dovrebbe essere la responsabilità illimitata dei soci.

<sup>106</sup> A mio avviso l'analisi finanziaria della società deve trovare un necessario riscontro anche nella valutazione degli *assets* societari. Una società con attivo circolante ottimale non necessariamente è più solida a livello finanziario di una società patrimonializzata principalmente con beni immobili e immateriali. A tal fine occorrerebbe prendere a riferimento il *business plan* della società che sintetizza contenuti e caratteristiche del progetto imprenditoriale per avere un'idea dell'attività caratteristica e, dunque, degli obiettivi.

### 2.4.1. La ragionevolezza del conferimento

Non meno problematico è l'individuazione del criterio della ragionevolezza che giustifica un conferimento e non un finanziamento.

Occorre richiamare ancora una volta la Relazione Illustrativa alla Riforma del 2006 che incarica l'interprete del compito di valutare quando un conferimento sarebbe stato ragionevole, prevedendo che *“si tenga conto della situazione della società e la si confronti con i comportamenti che nel mercato sarebbe appunto ragionevole aspettarsi”*. Tale criterio non è desumibile né dalla disciplina codicistica poiché, come già trattato nel primo capitolo di questa trattazione, nessuna disposizione impone espressamente ai soci di dotare la società di un capitale adeguato (o perlomeno non manifestamente inadeguato) rispetto all'oggetto sociale, essendo previsto solamente il rispetto del requisito del capitale sociale minimo previsto per legge.

Anche nel caso di riduzione del capitale di oltre un terzo a causa di perdite, l'art. 2446 c.c. prevede che l'Assemblea debba essere convocata *“senza indugio”* per adottare *“gli opportuni provvedimenti”*, lasciando ai soci il compito di valutare se la società è ancora in grado di agire nel mercato.

Ancora diversa è la circostanza disciplinata dall'art. 2447 c.c., che disciplinando la situazione più grave di riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo previsto dalla legge, impone ai soci di deliberare la riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento ad una cifra non inferiore a detto minimo o, in alternativa, la trasformazione della società. Si tratta di una circostanza differente perché la norma non impone ai soci di conferire ulteriori risorse sulla base del principio di ragionevolezza del conferimento, ma è volta al rispetto della previsione normativa la cui *ratio*<sup>107</sup> è quella di dotare la società di un capitale sufficiente per proseguire l'attività economica.

Quanto al criterio da cui trarre una valutazione in ordine al comportamento di un terzo, Maugeri ha sostenuto che *“la subordinazione [...] va esclusa ogniqualvolta un investitore esterno avrebbe reputato normale, cioè “ragionevole”, concedere credito alla società”*<sup>108</sup>.

---

<sup>107</sup> Si veda il capitolo I per qualche valutazione sull'efficacia e sull'effettività del principio del minimo di capitale sociale previsto per legge.

<sup>108</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 160 e M. Campobasso (2008), p. 443, il quale sostiene che *“considerato che è di per sé non è irragionevole che un socio pratico alla propria società condizioni di finanziamento più vantaggiose di un finanziamento estraneo – ciò che ci si chiede di verificare è se un terzo disinteressato e*

La dottrina maggioritaria, dunque, ritiene di dover effettuare un'indagine che guardi al mercato e al comportamento di un terzo. Ciò che potrebbe spingere un terzo a concedere un finanziamento è infatti la possibilità di rendimento in tempi certi e a un tasso di interesse rilevante.

## **2.5. L'applicabilità dell'art. 2467 c.c. anche alla società per azioni**

La disciplina di cui all'art. 2467 c.c. è espressamente prevista per le società a responsabilità limitata e per le società sottoposte all'altrui attività di direzione e coordinamento in ragione del fatto che in tali modelli societari il rischio di opacità nella conduzione dell'impresa e il costo che i creditori devono sostenere per acquisire informazioni sulla solvibilità dell'impresa e sulla condotta dei gestori è più alto. Le società per azioni e, ancor di più le società aperte, si caratterizzano per “*trasparenza e massima negoziabilità e [la] fungibilità degli strumenti rappresentativi delle pretese nascenti dal rapporto finanziario con la società*”<sup>109</sup>.

A ciò si aggiunga che la dottrina maggioritaria sostiene che i diritti di informazione di cui godono i soci *ex art. 2476 c.c.*, sono diritti soggettivi individuali del socio e non sono volti, come pure una parte della dottrina ha provato a sostenere, ad assicurare l'interesse sociale al corretto funzionamento della società. In altri termini, tutelano gli interessi economici del socio stesso della società che, posto il limite della lesione dell'interesse sociale, è libero di esercitare o meno il proprio diritto di informativa<sup>110</sup>.

Tale è un'altra delle ragioni per cui la disciplina della postergazione del rimborso del finanziamento del socio è espressamente prevista per le società a responsabilità limitata<sup>111</sup>.

---

*convenientemente informato avrebbe fatto credito alla società alle normali condizioni di mercato ed in assenza di garanzie*”. È chiaro – a mio avviso – che questo compito spetti alla valutazione dei giudici. Cfr. anche G.B. Portale, (2004) p. 145, il quale fa riferimento al criterio dell'*affectio societatis* che ritiene prevalente sull'interesse meramente creditorio, criterio che motiverebbe il socio a effettuare un conferimento piuttosto che concedere un finanziamento, quando il finanziamento è concesso a condizioni che un creditore estraneo non avrebbe accettato. In tal senso potrebbe essere letta la sentenza della Corte di Cassazione n. 3017 del 31 gennaio 2019 che ha ritenuto che la volontà del socio di finanziare la società è desumibile anche dalla prolungata astensione dall'intraprendere iniziative volte a recuperare il proprio credito una volta intervenuta la scadenza.

<sup>109</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 10-11.

<sup>110</sup> Cfr. fra tanti G. Fernandez (2012) p. 831-835.

<sup>111</sup> Analogo ragionamento è possibile con riferimento ai gruppi d'impresa in cui la tutela degli interessi cui fare riferimento e cui tende lo scambio continuo di informazioni sono gli interessi della società madre nell'interesse del gruppo.

Tuttavia in dottrina ci si è chiesti se il principio della postergazione del rimborso dei finanziamenti dei soci è applicabile anche alla società per azioni.

Portale, ad esempio, si è espresso favorevolmente affermando che la disciplina della postergazione è applicabile anche alle s.p.a., non per analogia, ma perché espressione di un principio generale di diritto che prevede la responsabilità del socio per il suo corretto finanziamento, tanto da ritenere che la norma possa valere non solo per le società di capitali, ma anche per le società di persone laddove generalmente i soci rispondono personalmente delle obbligazioni sociali<sup>112</sup>.

Sul punto occorre riflettere più ampiamente sulla funzione del socio nella società a responsabilità limitata e sull'esistenza o meno di una responsabilità del socio da corretto finanziamento della società.

### **2.5.1 La funzione del socio nella società a responsabilità limitata e i poteri informativi**

Maugeri sostiene la non applicabilità della disciplina della postergazione anche alle società per azioni in quanto “*ciò che rileva nel modello azionario, non è la persona del socio ma l'azione, quindi una tecnica organizzativa [del capitale]*”<sup>113</sup>. L'Autore osserva che l'azionista è generalmente sprovvisto di un diritto generale all'informazione e del potere di influire sulle strategie di *business*.

Questa riflessione è soprattutto valida nelle società “aperte” (le società quotate) dove “*il socio lungi dall'essere avvinto ad “uno scopo comune”, si caratterizza come soggetto razionale che, potendo investire in qualunque società (quotata) e detenere un portafoglio diversificato, aspira alla massimizzazione del rendimento medio offerto da tale portafoglio, più che a quella del valore della singola impresa nella quale ha investito*”.

Diversamente, nelle società chiuse il socio esercita diritti di *voice* e di *voting* proporzionatamente alla partecipazione societaria posseduta e che possono condizionare le deliberazioni dell'organo amministrativo. In ogni caso – rileva l'Autore – la partecipazione sociale non può comunque essere l'unico elemento dirimente per

---

<sup>112</sup> Cfr. G. B. Portale (2003), p. 681. Sul punto vedi anche G. Terranova (2004) p. 1474-1476.

<sup>113</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 233.

l'applicazione degli effetti della postergazione anche nelle s.p.a., attribuendo altresì rilievo a "*l'interesse imprenditoriale del socio*"<sup>114</sup>.

Dello stesso avviso è anche Campobasso che fonda tale convinzione sul presupposto che essi godono di poteri di informazione e di controllo differenti rispetto ai soci della società a responsabilità limitata.

La legge delega alla Riforma prevedeva infatti di attribuire una "speciale" rilevanza alla posizione dei soci, accentuando la connotazione personalistica del modello della s.r.l.

L'art. 2476, co. 2 c.c. prevede penetrante potere di controllo e di informazione dei soci, non altrettanto previsto dall'art. 2489 c.c. del vecchio codice che prevedeva solamente il "*diritto di avere dagli amministratori notizia dello svolgimento degli affari sociali*". L'attuale disciplina individua, quindi, una forma di controllo mediata attraverso le informazioni ricevute dalla Consiglio di Amministrazione e diretta tramite la consultazione dei documenti contabili e amministrativi.

I diritti di informazione e di ispezione costituiscono diritti soggettivi individuali del socio che si pongono nel solco di attribuire maggiore rilevanza al ruolo e agli interessi del socio all'interno della società a responsabilità limitata.

Anche altri Autori in dottrina come De Ritis e Balp hanno sostenuto che la disciplina prevista dall'art. 2467 c.c. si giustifica in virtù dei penetranti poteri di informazione e di controllo riconosciuti ai soci nella società a responsabilità limitata, affermando che "*solo nella società a responsabilità limitata il socio, che finanzia la società, può ben conoscere la situazione della stessa: proprio per questo subisce la postergazione ex art. 2467 c.c., anche qualora nulla abbia fatto per essere informato*"<sup>115</sup>. Tale considerazione poggia sul presupposto che l'Autore non condivide la possibilità di interpretare la locuzione "*finanziamenti in qualsiasi forma effettuati*", in modo da estenderla anche all'identità del

---

<sup>114</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 236 e ss., il quale afferma anche che indici sintomatici della partecipazione del socio alla gestione sono "*a mero titolo di esempio, l'adesione a contratti parasociali, aventi ad oggetto l'esercizio del voto o la consultazione preventiva in ordine alle principali deliberazioni assembleari [...], la struttura familiare o marcatamente personalistica della società, o la natura di joint venture della s.p.a., o, ancora, la presenza di rappresentanti del socio finanziatore nell'organo di amministrazione o di controllo, i quali pure possono assumersi, nel rispetto della disciplina in tema di utilizzazione delle informazioni privilegiate, come canali di acquisizione di dati, allora rilevanti nell'ottica del finanziatore, concernenti la situazione patrimoniale e finanziaria della società*".

<sup>115</sup> Cfr. M. R. De Ritis (2014), p. 56 e G. Balp (2007), 388 ss..

finanziatore poiché non è possibile confondere la forma del finanziamento con lo schema contrattuale (a cui si impone la postergazione nel rimborso).

La giurisprudenza recente, invece, è orientata nel senso di ritenere possibile l'applicazione della postergazione dei finanziamenti anche alla società per azioni.

Se è vero che infatti che l'art. 2467 c.c. è espressamente previsto per la società a responsabilità limitata, il richiamo dell'art. 2497-*quinquies* c.c. prevede l'applicazione di tale disciplina a qualunque società eserciti attività di direzione e coordinamento, senza fare alcuna distinzione di modello legale.

In ogni caso questo dato normativo non è sufficiente per estendere l'ambito di applicazione dell'art. 2467 c.c. anche ai finanziamenti dei soci posti a vantaggio delle società per azioni.

L'applicazione ai gruppi di società della disciplina di cui all'art. 2467 c.c. trova giustificazione, non nel rapporto sociale, ma nell'attività di direzione e coordinamento esercitata dalla *holding*. La postergazione del rimborso dei finanziamenti dei soci rappresenta l'argine alla direzione imprenditoriale unitaria che la società "madre" impone alle società "figlie" e che impedisce ai creditori alcuna forma di controllo e di informativa<sup>116</sup>.

La giurisprudenza, diversamente da quanto sostiene parte della dottrina, osserva che, a prescindere dal modello legale, occorre analizzare la struttura della società finanziata; questo ha condotto all'applicazione della norma in quei casi in cui la struttura della società abbia consentito al socio di essere a conoscenza della situazione patrimoniale e finanziaria della società.

Al proposito si segnala la sentenza della Corte di Cassazione n. 16291 del 20 giugno 2018<sup>117</sup> che ha propeso per l'applicazione dell'art. 2467 c.c. in una controversia avente

---

<sup>116</sup> Cfr. G. Balp (2007), p. 385 ss. e M. Maugeri (2005), p. 245 ss.. Merita osservare che gli Autori differiscono su un punto. Balp ha sostenuto l'applicabilità della disciplina a prescindere dalla partecipazione sociale; contrariamente, Maugeri ritiene che la disciplina sia applicabile se intercorrono rapporti partecipativi, collocando il finanziamento in una "*dimensione organizzativa*" e vincolandolo alla "*conservazione e accrescimento del valore delle azioni o della quota di partecipazione detenuta nella società a sua volta direttamente o indirettamente partecipante al capitale della società affidata*".

<sup>117</sup> Brevemente sui fatti del giudizio: l'azionista di maggioranza di una società per azioni, nonché Presidente del Consiglio di Amministrazione aveva sottoscritto un prestito obbligazionario non convertibile emesso dalla società partecipata e garantito dal diritto di ipoteca. Dopo la dichiarazione di fallimento, il sottoscrittore proponeva domanda di insinuazione al passivo chiedendo il rimborso del proprio credito con diritto di prelazione. Il Giudice Delegato ammetteva il sottoscrittore al passivo ma prevedendo la

ad oggetto la richiesta in sede di ammissione al passivo di restituzione con diritto di prelazione del prestito obbligazionario effettuato dal socio di maggioranza in una società per azioni. La Suprema Corte ha valutato che l'organizzazione della società finanziata e la posizione assunta del socio erano tali da avergli concesso in concreto di essere in possesso di informazioni rilevanti e su base continuativa da cui poter dedurre la situazione di sottocapitalizzazione che avrebbe condotto la società al fallimento<sup>118</sup>.

In definitiva, mentre parte della dottrina più cautamente propende per la non applicazione della disciplina della postergazione anche alla società per azioni, la giurisprudenza più recente opta concretamente per l'applicazione della norma in quei casi in cui riscontra identità di *ratio*.

I criteri valutativi utilizzati sono l'analisi della base azionaria (familiare, o comunque ristretta), la coincidenza tra la figura di socio e quella di amministratore (come nel caso menzionato) e comunque più in generale la possibilità per il socio di apprezzare compiutamente la situazione di sottocapitalizzazione della società.

Ancora una volta emerge la lacunosità della disciplina che la giurisprudenza colma tentando di cogliere i cambiamenti del modo di fare impresa e le esigenze del mercato. Ciò, per quanto a mio avviso inevitabile, rende l'applicazione della norma incerta e mutevole.

## **2.6. L'applicabilità dell'art. 2467 c.c. al di fuori delle ipotesi di concorso: tesi processualista o sostanzialista?**

L'art. 2467, co. I c.c. prevede che *“il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società deve essere restituito”*. Questa costruzione ha posto dei dubbi in merito al momento applicativo della norma.

---

soddisfazione del credito postergatamente all'integrale pagamento degli altri creditori per effetto dell'art. 2467 c.c..

Il Tribunale di Udine accoglieva il ricorso dichiarando la natura privilegiata del credito ma la Corte di Cassazione accoglieva l'impugnazione proposta dalla Curatela fallimentare confermando la postergazione del rimborso.

<sup>118</sup> Cfr. *ex multis* Cassazione Civile, sentenza. n. 14056 del 27 maggio 2015; Tribunale di Milano, sentenza n. 9104 del 28.07.2015; Tribunale di Torino, sentenza del 21 marzo 2016.

È oggetto di discussione in dottrina e giurisprudenza se la postergazione operi soltanto in caso di liquidazione concorsuale o, al più, volontaria della società (cd. tesi processualista) oppure anche *durante societate* (cd. tesi sostanzialista)<sup>119</sup>.

La dottrina maggioritaria sostiene che la tesi estensiva, cioè quella per cui la postergazione opera anche in fase di ordinario funzionamento della società, è da preferirsi per diverse ragioni. Essa pare più aderente alla lettera della legge: benché la norma faccia espresso riferimento alla sorte dei finanziamenti concessi nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, non stabilisce sia la sola conseguenza, piuttosto si limita a precisare un caso particolare<sup>120</sup>.

Dello stesso avviso sono anche altri Autori tra cui Abriani, Balp e Maugeri. Abriani ha sostenuto che *“l'esigibilità del credito resta dunque condizionata non già all'avvenuta soddisfazione degli altri creditori, né al venir meno dell'originario eccessivo squilibrio tra l'indebitamento e il patrimonio netto, ma al preventivo riscontro da parte degli amministratori dell'ininfluenza del rimborso del credito postergato rispetto alla capacità della società di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni”*<sup>121</sup>; gli amministratori quindi devono operare una valutazione circa il rischio di solvibilità della società (volto alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale). Se all'esito del c.d. *equity solvency test* mutuato dalla tradizione nord-americana<sup>122</sup>, gli amministratori ritengono che la società potrebbe non essere in grado di soddisfare i creditori con mezzi normali di

---

<sup>119</sup> Si segnala anche J.M. Landers (1975) p. 604 in merito alla possibilità che la postergazione del rimborso operi automaticamente. L'Autore nell'affrontare il tema dei prestiti concessi nel contesto di un gruppo di società al sopravvenire del fallimento di una delle *subsidiary* ha sostenuto che *“my preference is for outright subordination on the ground that all funds placed by a parent or affiliate in a related firm are based on the expectation of ultimate profit and are thus by nature distinguishable and distinct from the claims of creditors who lack an equity interest”*. Tale impostazione non è stata accolta negli ordinamenti europei in quanto ci si sarebbe esposti al rischio di disincentivare i soci a finanziare anche società sane e per la difficoltà di spiegare una tale disciplina di fronte al fatto che il finanziamento dei soci non rappresenta di per sé un danno né per la società né per i soci. Non c'è ragione per cui postergare automaticamente il finanziamento del socio senza considerare la situazione economico-finanziaria della società al momento della concessione del finanziamento. Su quest'ultima osservazione si legga M. Maugeri (2005) p. 3.

<sup>120</sup> Cfr. M. Campobasso (2011), p. 251 e ss.

<sup>121</sup> Cfr. N. Abriani (2011), p. 337 e ss. Si segnala anche Cassazione Civile, sentenza n. 16393 del 24 luglio 2007 che ha riconosciuto la possibilità che gli amministratori siano responsabili qualora *“il rimborso del finanziamento durante societate sia avvenuto in presenza di un eccesso di indebitamento rispetto al patrimonio netto (dunque rispetto ai mezzi propri, non già capitale sociale), o di una situazione finanziaria in cui sarebbe stato ragionevole un conferimento, ovvero, in altre parole in una fase in cui la società, in relazione all'attività in concreto esercitata, aveva la necessità delle risorse messe a disposizione dai soci (finanziatori) e non sarebbe stata in grado di rimborsarli”*.

<sup>122</sup> Cfr. N. Abriani (2011), p. 355.

pagamento, dovranno rifiutare la richiesta di rimborso del finanziamento, anche se scaduto, potendo rispondere nei confronti dei creditori, e in assenza di una specifica disciplina, contrattualmente o extracontrattualmente, “*ovvero di applicare analogicamente la previsione dell’art. 2394 c.c.*”<sup>123</sup>.

Anche Balp e Maugeri hanno argomentato che estendere l’ambito applicativo dell’art. 2467 c.c. alla situazione prefallimentare (ma quando già la società non è certa di poter adempiere regolarmente e con mezzi normali di pagamento alle proprie obbligazioni) non mette in alcun modo in discussione il diritto del socio al rimborso del finanziamento, in quanto la natura postergata del finanziamento nasce nel momento della concessione del finanziamento e si estingue solo con il soddisfacimento del credito stesso.

Tuttavia, l’esigenza di tutela dei creditori – e di conservazione patrimoniale – è tale da rendere operativa la norma anche prima che lo stato di insolvenza venga proclamato<sup>124</sup>.

La tesi processualista, *a contrario*, troverebbe il suo fondamento nella difficoltà di spiegare come la postergazione assoluta si concili con la conseguenza di vietare la restituzione dei finanziamenti per tutta la vita della società<sup>125</sup>.

Tali perplessità – secondo Campobasso – appaiono infondate per due principali ragioni:

- (i) il secondo comma dell’art. 2467 c.c. nel definire quale sia il presupposto della postergazione legale precisa che non è il preventivo pagamento dei soci esterni, quanto la condizione di sottocapitalizzazione: il rimborso dei soci quindi deve ritenersi consentito previa valutazione oggettiva della condizione di solvibilità della società da parte degli amministratori; in aggiunta, la mancata tempestiva apertura del fallimento può essere dovuta a più ragioni che “*niente hanno a che vedere con la gravità del dissesto: occultamento dell’insolvenza, lungaggini processuali, presentazione di una domanda di concordato preventivo*”<sup>126</sup>.  
Ridurre, quindi, l’ambito di applicazione della postergazione nel quadro fallimentare risulterebbe un ingiustificato diniego di tutela per i creditori; tale

---

<sup>123</sup> Cfr. M. Campobasso (2011), p. 252.

<sup>124</sup> Cfr. G. Balp (2007), p. 363 e ss. e Maugeri (2005), p. 109. È interessante notare che Maugeri richiama la necessità che gli amministratori redigano un documento di stato patrimoniale e di conto economico che permetta di avere chiara la situazione economico-finanziaria della società al fine di valutare l’opportunità di procedere al rimborso del finanziamento. Cfr. anche Trib. Milano, sentenza n. 7286 del 14 settembre 2021 la quale riflette sul fatto sull’obbligo di gestire in modo conservativo la società in crisi.

<sup>125</sup> Cfr. a sostegno della tesi processualista G. B. Portale (2003), p. 681 e G. Zonarone (2010), p. 467 e ss.

<sup>126</sup> Cfr. M. Campobasso (2011), p. 252.

ricostruzione si sposa con il ruolo di garanzia che l'Autore ha attribuito al capitale sociale;

- (ii) né vale addurre – secondo l'Autore – la presunta ragione del “*transitorio miglioramento*” della situazione economico-finanziaria della società: la postergazione legale è un rischio che il socio finanziatore accetta nel momento in cui fa credito alla società e facendo proprie tutte le conseguenze per tutta la durata del rapporto di finanziamento.

L'attuale art. 164 del Codice della crisi prevede che “*sono privi di effetto rispetto ai creditori i rimborsi dei finanziamenti dei soci a favore della società se sono stati eseguiti dal debitore dopo il deposito della domanda cui è seguita l'apertura della procedura concorsuale o nell'anno anteriore. Si applica l'articolo 2467, secondo comma, codice civile*”<sup>127</sup>.

Tale disposizione è stata introdotta con il Decreto Legislativo n. 14/2019 che ha inserito nel Codice della crisi d'impresa l'articolo rubricato “*pagamenti di crediti non scaduti e postergati*” e ha modificato l'art. 2467 c.c., che non riferisce più della postergazione del finanziamento effettuato nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento.

Questa separazione sembrerebbe confermare l'intenzione del legislatore nell'applicazione la disciplina della postergazione del finanziamento del socio anche fuori dalle procedure concorsuali.

A questo punto si rende opportuno menzionare le conseguenze che derivano dall'applicazione *durante societate* del principio della postergazione.

### **2.6.1. Segue. Gli effetti della tesi sostanzialista**

Aderendo alla tesi sostanzialista si ammette che il rimborso dei finanziamenti dei soci è sempre postergato finché i creditori antergrati non siano stati integralmente

---

<sup>127</sup> L'art. 164 CCI deve essere letto in combinato disposto con l'art. 170 CCI il quale prevede che “*quando alla domanda di accesso a una procedura concorsuale segue l'apertura della liquidazione giudiziale, i termini di cui agli articoli 163, 164, 166, commi 1 e 2, e 169 decorrono dalla data di pubblicazione della predetta domanda di accesso*”. Vi è un evidente ampliamento del lasso temporale in presenza del quale il rimborso del finanziamento del socio è inefficace. Giova sottolineare che l'art. 164 CCI disciplina l'inefficacia del pagamento a seguito dell'apertura di una procedura concorsuale. Ne consegue che alla postergazione del rimborso del finanziamento concesso in una situazione di sottocapitalizzazione nominale si somma la sanzione dell'inefficacia del rimborso nel caso di apertura di una procedura concorsuale. Dunque, qualora a seguito della domanda di liquidazione non segue l'apertura di una procedura, il rimborso del finanziamento potrebbe comunque essere sottoposto alla postergazione se concesso in una situazione che avrebbe reso ragionevole effettuare un conferimento.

soddisfatti, con la paradossale conseguenza che i finanziamenti dei soci risultano essere sottoposti ad un regime più rigoroso di quello a cui sono sottoposti i conferimenti.

Infatti se è vero che l'azione o la quota di partecipazione non attribuisce al socio il diritto al rimborso della propria quota di partecipazione a meno che non residui attivo patrimoniale in caso di scioglimento o di liquidazione volontaria o concorsuale della società, è pur vero che *“i conferimenti o i versamenti a fondo perduto possono essere restituiti deliberando la riduzione volontaria del capitale o la liberazione della relativa riserva (senza dover attendere l'integrale pagamento dei creditori sociali)”*<sup>128</sup>. Non solo, secondo parte della giurisprudenza gli amministratori potrebbero anche agire per la ripetizione d'indebitto *ex art. 1185 c.c.* snaturando la *“vocazione fallimentaristica”* della norma<sup>129</sup>.

La tesi sostanzialista si pone in ulteriore contraddizione con quanto previsto dall'art. 182-*quater* della legge fallimentare che assume la prededucibilità dei crediti dei soci concessi come finanziamenti ponte (cioè strumentali per accedere alla procedura di concordato preventivo) o funzionali alla ristrutturazione della società (cd. piano di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182 bis, l. fallimentare*). Tali crediti non sono neppure soggetti all'azione revocatoria *ex art. 67, co. 2, lett. d, l. fallimentare*.

Aderendo alla tesi sostanzialista si giungerebbe alla paradossale circostanza per cui il credito del socio sarebbe postergato fuori dal concorso, ma prededucibile nella procedura fallimentare incentivando il socio a richiedere la dichiarazione di fallimento.

Ulteriore argomentazione sostenuta da alcuni e che depone a favore della non condivisibilità della tesi processualista poggia sui riflessi che il trattamento dei crediti postergati avrebbero in sede di apertura del fallimento.

Infatti aderendo alla tesi processualista il rimborso del finanziamento alla scadenza pattuita è considerato ai sensi dell'art. 67, co. 2 l. fall., alla stregua di un pagamento di debito scaduto ed esigibile, e quindi soggetto all'azione revocatoria spettando al creditore l'onere di dimostrare che non era a conoscenza dello stato di insolvenza della società nel momento in cui ha concesso il finanziamento.

---

<sup>128</sup> Cfr. G.M. D'Aiello (2013), p. 54.

<sup>129</sup> Cfr. G.M. D'Aiello (2013), p. 52.

In caso contrario, l'azione revocatoria fallimentare *ex art. 67, co. I, n. 2 l. fall.* non sarebbe applicabile perché il credito del socio sottoposto a condizione di inesigibilità fino al pagamento integrale dei creditori non postergati impedirebbe di far rientrare tale pagamento in questa categoria.

Comunque, a prescindere dai complessi risvolti di natura tecnica dal momento che la postergazione del rimborso del finanziamento del socio è da qualificarsi come un'azione revocatoria "speciale" – a mio avviso – la tesi sostanzialista forza la lettera della norma. Il Legislatore, invece, ha scelto di limitare nel tempo l'applicazione della postergazione del rimborso individuando, evidentemente, in questo arco temporale l'equa commisurazione tra la tutela dei creditori e la libertà contrattuale e di finanziamento dei soci.

Allora, se come sostiene Portale la postergazione è subordinata, non al soddisfacimento di tutti i creditori, ma alla valutazione che gli amministratori devono fare in ordine alla posizione economico-finanziaria positiva, allora deve ammettersi che il rimborso è possibile anche quando la società ha superato la situazione di crisi<sup>130</sup>.

D'altro canto, ammettere la validità della tesi sostanzialista in ragione del nuovo articolo 164, co. 2 CCI che ha eliminato dall'art. 2467 c.c. il riferimento al fallimento dovrebbe condurre ad una rivisitazione del sistema che invece pretende comunque di assicurare ai soci libertà di finanziamento.

## **2.7. L'inefficacia del pagamento a seguito dell'apertura del fallimento**

La dichiarazione di fallimento rende *de iure* inefficaci i pagamenti effettuati a titolo di rimborso del finanziamento dalla società nel corso dell'anno precedente.

Il socio è tenuto a restituire quanto ottenuto e ad insinuarsi al passivo considerandosi un creditore postergato, avente diritto al rimborso solo nel caso in cui all'esito della ripartizione tra i creditori privilegiati e chirografari, residui dell'attivo fallimentare da distribuire tra i soci postergati.

Per l'effetto dell'art. 2467 c.c. la restituzione di quanto ottenuto a titolo di rimborso opera *ex lege* in seno all'apertura del fallimento della società. Il Curatore dovrà dare prova che il finanziamento è stato concesso alle condizioni di cui all'art. 2467, co. II c.c. nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento e tale per cui sarebbe stato giustificato il rifiuto

---

<sup>130</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 102 che ha prospettato questa soluzione pur aderendo alla tesi sostanzialista.

da parte degli amministratori di restituire al socio quanto erogato alla società a titolo di capitale di credito, ma senza che sia necessario dimostrare né il mancato superamento della situazione di crisi e, quindi, l'effettività del pregiudizio subito dalla società, né la conoscenza dello stato di sofferenza della società o l'elemento psicologico della frode con cui il socio ha potenzialmente agito<sup>131</sup>.

Quanto alla legittimazione attiva per la presentazione dell'istanza di fallimento, l'art. 6 della legge fallimentare prevede che possano avanzare istanza di fallimento, oltre al debitore e al pubblico ministero<sup>132</sup> “*uno o più creditori*”, senza alcuna ulteriore specificazione. Quindi per la presentazione del ricorso è requisito necessario e sufficiente la qualità di creditore, di cui certamente gode anche il socio finanziatore. Tale ricostruzione è valida anche nel caso in cui si aderisca alla tesi sostanzialista in quanto l'art. 6 della legge fallimentare computa ai fini del requisito dimensionale di fallibilità anche i debiti non scaduti.

Quanto al requisito soggettivo, l'art. 5 della legge fallimentare prevede che l'imprenditore che si trovi in stato di insolvenza è dichiarato fallito. Lo stato di insolvenza secondo la dottrina e la giurisprudenza consolidata consta nell'incapacità dell'imprenditore di adempiere regolarmente e con mezzi normali di pagamento alle obbligazioni assunte<sup>133</sup>. Sulla base di questo presupposto, se si aderisce alla teoria processualista il mancato pagamento del credito del socio, seppur postergato e (*sub*)chirografario è tale da contribuire alla manifestazione dello stato di insolvenza.

Diversamente, visto che la tesi sostanzialista presuppone che il credito sia inesigibile fino a che la società non superi la situazione di crisi (e i creditori sono integralmente soddisfatti), se la società è comunque in grado di adempiere alle proprie obbligazioni, la condizione sospensiva di inesigibilità cui è sottoposto il credito postergato del socio-finanziatore non consente di ammettere che tali crediti rientrino nella valutazione di cui all'art. 5 della legge fallimentare.

---

<sup>131</sup> Cfr. G. Balp (2007) p. 377.

<sup>132</sup> Si precisa che in passato era previsto che il giudice che in pendenza di un giudizio venisse a conoscenza dello stato di insolvenza della società potesse dichiararne anche il fallimento. Oggi questa previsione è stata eliminata ed è consentito solamente che il giudice metta al corrente il pubblico ministero che a quel punto è tenuto a proporre istanza di fallimento.

<sup>133</sup> Tra cui tutti quei contratti in cui cambia il soggetto passivo tenuto al pagamento: per esempio la *datio in solutum*, il contratto di acollo, la delegazione di pagamento e il contratto di cessione del credito.

Tuttavia, richiamando Portale, si potrebbe opporre che proprio la mancata rinuncia al credito da parte del socio, nonostante l'inesigibilità del pagamento, rappresenta un debito che aggrava l'esposizione debitoria della società. In questa prospettiva – a mio avviso – c'è margine perché anche accedendo alla tesi sostanzialista il credito postergato del socio finanziatore sia rilevante ai sensi dell'art. 5 della legge fallimentare.

Quanto invece al requisito oggettivo, il credito del socio postergato deve essere computato ai fini dell'accertamento del requisito dimensionale di fallibilità (art. 1, co. 2, lett. c), visto che la norma prevede che si tenga conto dei “*debiti anche non scaduti*”. La norma opera, quindi, sia che si aderisca alla tesi sostanzialista che a quella processualista.

Sostiene peraltro Portale che l'applicazione della norma trova ulteriore giustificazione nel fatto che, qualora il socio rinunciasse al diritto di credito convertendo il finanziamento in capitale, ben potrebbe contribuire a ridurre l'esposizione debitoria della società “*ma finché persiste nel pretendere il rimborso dalla società insolvente, egli mantiene in vita una passività dell'ente che deve trovare composizione nel rispetto del diritto di priorità dei crediti poziori (anche chirografari) e secondo il principio della par condicio con gli altri creditori parimenti subordinati*”<sup>134</sup>.

Ultimo presupposto da indagare è il requisito della procedibilità *ex art. 15, co. 9, 1. fallimentare* che prevede quale condizione di procedibilità che “*non si fa luogo alla dichiarazione di fallimento se l'ammontare dei debiti scaduti e non pagati risultanti dagli atti dell'istruttoria prefallimentare è complessivamente inferiore a euro trentamila*”.

In questo caso aderire ad una teoria piuttosto che ad un'altra non è indifferente. Infatti se si ritiene che la regola della postergazione operi anche al di fuori del concorso, i crediti postergati non rientrano nel requisito di procedibilità trattandosi, non di debiti insoluti, ma solo inesigibili. Se invece – come appare più opportuno alla luce del quadro normativo – si aderisce alla tesi processualista allora si deduce che i crediti postergati *ex lege* sono esigibili alla scadenza pattuita; di conseguenza, essi concorrono ad integrare la condizione di procedibilità di cui all'art. 15 della legge fallimentare.

In definitiva, pare possibile ritenere che il socio finanziatore titolare di un credito postergato *ex art. 2467 c.c.* possa presentare istanza per la dichiarazione di fallimento della società *ex art. 6 l. fall.*; e che tali crediti vadano computati sia nella soglia di

---

<sup>134</sup> Cfr. M. Campobasso (2011), p. 257.

indebitamento quale presupposto soggettivo di fallibilità di cui all'art. 1, co. 2, lett. c, l. fallimentare che in quello previsto quale condizione di procedibilità *ex art. 15, co, 9, l. fallimentare*.

In altri termini, il mancato pagamento di un credito postergato, a prescindere dalla tesi cui si aderisce, è sintomatico dello stato di decozione della società.

Alla luce di quanto detto appare evidente che la *ratio* della norma dell'art. 2467 c.c. è quella di usare “*la postergazione come tecnica di riallineamento del rischio d'impresa*”<sup>135</sup> volta alla tutela dei creditori e, più in generale, della correttezza imprenditoriale.

Da ultimo occorre indagare, anche alla luce dell'esperienza tedesca che per prima si è posta il problema dei finanziamenti anomali dei soci, se tale disciplina rappresenti una tutela effettiva per i creditori o uno strumento alternativo di patrimonializzazione della società.

A tale quesito si tenterà di rispondere nel capitolo che segue.

---

<sup>135</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 202.

## CAPITOLO 3

### UN CONFRONTO COMPARATISTICO CON LA DISCIPLINA DEI FINANZIAMENTI ANOMALI DEI SOCI IN GERMANIA E RIFLESSIONI FINALI

#### 3.1. Breve premessa

L'ordinamento giuridico è, di regola, indifferente rispetto alle scelte di finanziamento delle imprese organizzate in forma di società di capitali, limitandosi a prescrivere l'esistenza del capitale sociale minimo al momento della costituzione.

È stato già ampiamente detto nel corso del primo capitolo che il capitale sociale ha assunto differenti e molteplici funzioni nel nostro ordinamento, restando ancora attuale principalmente la sua funzione organizzativa, che consente la regolazione dei diritti e dei poteri dei soci nonché i rapporti di forza e le "alleanze" all'interno dell'organo assembleare.

Pur non esistendo una disposizione che obblighi i soci a dotare la società di un capitale sociale adeguato, o perlomeno, non manifestamente insufficiente rispetto alle risorse necessarie per il conseguimento dell'oggetto sociale fissato nell'atto costitutivo, è invalsa la prassi, soprattutto nelle società a ristretta compagine sociale, di apportare mezzi finanziari a titolo di capitale di credito, al di fuori di un procedimento formale di aumento del capitale sociale e consentendo a società sottocapitalizzate di continuare ad operare nel mercato, garantendo al contempo ai soci il diritto alla restituzione.

Il Legislatore italiano, recependo le preoccupazioni diffuse anche negli altri ordinamenti europei, ha risposto a tale prassi prevedendo che, nelle s.r.l. e nei gruppi di società, il rimborso dei crediti dei soci o della capogruppo o delle società sorelle che traggano origine dai c.d. finanziamenti anomali, sia postergato rispetto al soddisfacimento della pretesa creditoria dei soggetti terzi. È oggetto di dibattito la possibile applicazione di tale norma anche durante la vita della società e persino in fase di costituzione della stessa (dibattito di cui si illustreranno i contorni a breve).

La genericità della norma ha creato problemi interpretativi e applicativi di cui si è cercato di descrivere i profili più rilevanti nel secondo capitolo e prima di avviarsi alle conclusioni di questa trattazione, preme dare conto dell'evoluzione dell'istituto della postergazione

del rimborso dei finanziamenti dei soci in Germania, uno dei primi Stati a prestare attenzione e a tentare di porre un rimedio al fenomeno della sottocapitalizzazione nominale attraverso la disciplina della postergazione del rimborso dei finanziamenti anomali dei soci.

### **3.2. I finanziamenti anomali dei soci in Germania: la disciplina dei prestiti sostitutivi di capitale prima e dopo la riforma del 2008**

Il tema del rapporto tra l'ammontare del capitale sottoscritto in sede di costituzione e l'oggetto sociale fissato nell'atto costitutivo è stato oggetto di un dibattito acceso anche in Germania.

Infatti, pur essendo stata la Grecia il primo ordinamento europeo ad aver disciplinato il fenomeno dei prestiti sostitutivi di capitale dei soci a favore della società a responsabilità limitata, è indubbio che l'ordinamento tedesco abbia ispirato la legislazione degli altri Stati europei in questa materia così annosa. In particolare, è alla giurisprudenza tedesca che si deve la distinzione tra sottocapitalizzazione materiale, condizione per la quale la società non possiede le risorse necessarie per la continuazione dell'attività d'impresa, e sottocapitalizzazione nominale, situazione in cui, invece, la società possiede le risorse necessarie per agire nel mercato ma queste sono concesse dai soci come "capitale di credito", con la conseguenza che questi ultimi assumono la qualità di creditori alla stregua dei soggetti *outsider* rispetto alla società (e alle dinamiche societarie).

La disciplina tedesca dei cd. *eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen* (prestiti dei soci sostitutivi di capitale) si è sviluppata, prima, lungo il filone giurisprudenziale poi, lungo quello normativo creando quello che è stato definito un microcosmo giuridico<sup>136</sup>. Dapprima, riscontrando un potenziale pericolo per i creditori<sup>137</sup>, la giurisprudenza si è posta il problema se i finanziamenti concessi dai soci alla società (sottocapitalizzata) potessero subire un trattamento diverso rispetto a quelli comunemente concessi dai creditori esterni e a quali condizioni, partendo dal presupposto che il finanziamento dà sostanzialmente ai soci la possibilità di continuare ad investire nell'attività d'impresa sottraendosi al rischio in caso di insuccesso.

---

<sup>136</sup> Cfr. D. Vattermoli (2012) p. 113 ma anche M. Maugeri (2005) p. 59 che – richiamando la dottrina tedesca – ha parlato di sistema a "doppia traccia" (*zweispuriges System*).

<sup>137</sup> Ma a mio avviso è più in generale anche per la crescita del sistema imprenditoriale.

Sul finire degli anni '30 del secolo scorso la giurisprudenza, applicando i principi generali del diritto societario, era orientata nel riqualificare i prestiti concessi dai soci in capitale di rischio considerandoli, quindi, dei conferimenti.

Il criterio giustificativo di tale riqualificazione coattiva era quello della cd. *Kreditunwürdigkeit*, ovvero la valutazione in ordine al merito creditizio di cui godeva la società al momento della concessione del finanziamento.

Il *Reichsgericht*, qualora la società non si presentasse in condizione di reperire finanziamenti alle normali condizioni di mercato, riqualificava il finanziamento del socio in capitale di rischio, applicando estensivamente la disciplina legale a tutela del capitale sociale prevista dagli artt. 30 e 31 del *GmbHG*.

Si tratta di norme che vietano la restituzione surrettizia dei conferimenti; in particolare, il § 30 prevede che “*Das zur Erhaltung des Stammkapitals erforderliche Vermögen der Gesellschaft darf an die Gesellschafter nicht ausgezahlt werden*”<sup>138</sup>. Coerentemente con la disposizione precedente, il § 31 prevede che il rimborso effettuato in violazione della norma di cui all’art. 30 debba essere restituito<sup>139</sup>.

Nel 1980 il Legislatore sentì l’esigenza di riorganizzare la materia, riformando la disciplina della società a responsabilità limitata e introducendo gli artt. 32a e 32b del *GmbHG* con cui è stato formalmente disciplinato il fenomeno dei finanziamenti dei soci. L’articolo 32a *GmbHG* prevedeva che qualora il socio avesse concesso un finanziamento (*Darlehen*) in un momento in cui un soggetto terzo, dotato della diligenza commerciale che si conviene (*ordentlich Kaufleute*)<sup>140</sup>, non avrebbe acconsentito, in caso di apertura di una procedura concorsuale, avrebbe dovuto insinuarsi al passivo in qualità di creditore sotto-chirografario. Infatti, come avviene nel nostro ordinamento, anche in presenza di una causa legittima di prelazione il credito risulta *sub* chirografario rispetto alla pretesa dei creditori chirografari.

---

<sup>138</sup> Il patrimonio della società necessario per mantenere il capitale sociale non può essere versato agli azionisti.

<sup>139</sup> Il § 31 rubricato *Erstattung verbotener Rückzahlungen* afferma che “*Zahlungen, welche den Vorschriften des § 30 zuwider geleistet sind, müssen der Gesellschaft erstattet werden*”. Per maggiore chiarezza si riporta la versione anche in italiano: “I pagamenti effettuati in violazione delle disposizioni del § 30 devono essere rimborsati alla Società”.

<sup>140</sup> Letteralmente “*commerciante ordinario*”. Cfr. anche M. Maugeri (2005) p. 53 che ha parlato di “*ordentlicher Kaufmann*”, cioè dell’“*uomo d'affari prudente*”.

Dunque il presupposto oggettivo della disciplina dettata dal § 32a aveva ad oggetto qualunque atto giuridico del socio che presentasse i crismi del contratto di finanziamento; un'altra importante novità si è attestata sotto il profilo soggettivo, laddove la norma ha ancorato l'applicazione della disciplina della postergazione ad una soglia di quota partecipativa fissata *ex lege*, con l'intento di limitare la libertà di finanziamento dei soci in presenza di certe quote di partecipazione al capitale, sulla presunzione che il socio fosse in possesso di un bagaglio di informazioni tale da essere a conoscenza della situazione economica e finanziaria della società prima di concederle il finanziamento a titolo di capitale di credito.

Per questa ragione la disciplina era applicabile ai soci amministratori ovvero non amministratori titolari di una quota superiore al 10% del capitale; tale caratteristica non è stata recepita dall'ordinamento italiano, le cui ragioni verranno illustrate meglio di seguito.

Il § 32b, invece, stabiliva che le somme rimborsate dalla società al socio nell'anno anteriore all'apertura della procedura di insolvenza o successivamente andassero restituite.

In un primo momento, l'introduzione di queste norme creò diversi problemi applicativi in quanto ci si chiese se la copiosa giurisprudenza elaborata negli anni potesse trovare applicazione. Tuttavia la riforma, pur non avendo abbandonato l'idea della riqualificazione del finanziamento in conferimento, prevedeva solo la postergazione del rimborso nel caso di apertura di una procedura concorsuale, individuando nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento un termine congruo per reagire al comportamento potenzialmente dannoso dei soci.

La giurisprudenza, invece, faceva riferimento solo allo stato di crisi esistente al momento della concessione del finanziamento, applicando estensivamente i termini di cui al § 31 del *GmbHG*.

Infatti la reazione della giurisprudenza ai finanziamenti anomali dei soci si spingeva oltre e in violazione della volontà pattuita tra le parti contraenti prevedeva che le somme prestate, anche oltre l'anno antecedente la dichiarazione di fallimento, non potessero essere restituite al socio qualora avessero determinato una perdita di capitale sociale. In

tal modo, pur in assenza di una formale riqualificazione dell'apporto del socio in capitale proprio, il finanziamento “*veniva cristallizzato come segmento indisponibile del patrimonio netto, per un ammontare corrispondente alla perdita*”<sup>141</sup>. In tale approccio interpretativo trovava conferma la funzione di garanzia che il capitale sociale ha tradizionalmente svolto negli ordinamenti europei e l'intento delle Corti tedesche di attribuire ai finanziamenti dei soci il ruolo di strumento alternativo di capitalizzazione societaria.

La riforma del 1980, ridimensionando la portata – per così dire – sanzionatoria dell'approccio giurisprudenziale, è stato dunque un intervento normativo sostanziale, ovvero, pur limitando la libertà di finanziamento dei soci, un modo diverso di guardare ai finanziamenti che rendeva impossibile l'applicazione dei più rigidi principi giurisprudenziali.

In definitiva, mentre la giurisprudenza aveva come precipuo obiettivo la tutela dell'integrità patrimoniale anticipando eccessivamente tale tutela e disincentivando l'investimento, il Legislatore ha individuato nella postergazione del rimborso del finanziamento e nella soglia del 10 % la quota partecipativa cui subordinare l'applicazione della postergazione, un presidio più flessibile a tutela dell'integrità del capitale sociale, pur confermando l'esistenza di un generale principio di corretto finanziamento dell'impresa (*Finanzierungsfolgenverantwortung*)<sup>142</sup>.

È la stessa giurisprudenza del *Bundesgerichtshof* a riconoscerlo in un'importante pronuncia del 1984 in cui la Corte ha affermato che “l'equiparazione [*di questi*] al capitale proprio serve ad impedire che un socio – *il quale tenta di mantenere a galla una società in stato di bisogno non con l'apporto di capitale proprio ma con prestiti* – possa trasferire sui creditori esterni i rischi collegati a questa forma di finanziamento. Esiste – prosegue la Corte – *una responsabilità del socio per il corretto finanziamento dell'impresa*”<sup>143</sup>.

---

<sup>141</sup> Cfr. G.M. D'Aiello (2013) p. 14.

<sup>142</sup> Com'è noto la codificazione di tale principio è stata seguita anche dall'ordinamento italiano sebbene, come detto più volte, non vi sia nessuna norma a prevederlo.

<sup>143</sup> Cfr. G.B. Portale (2003) p. 669, il quale cita la sentenza del BGH del 26 marzo 1984, pubblicata in *ZIP*, 1984, pp.572 ss.

Da ultimo, con la riforma del 2008 (*MoMiG: Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräunchen*) sono state abrogate le previsioni di cui ai §§ 32a e 32b del *GmbHG* e la disciplina dei finanziamenti anomali dei soci è confluita nel § 39.1.5 della legge fallimentare (*InsO*) il quale prevede che “*nach Maßgabe der Absätze 4 und 5 Forderungen auf Rückgewähr eines Gesellschafterdarlehens oder Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen*”<sup>144</sup>.

Nell’ambito del concorso, la norma elenca l’ordine di soddisfacimento dei creditori che saranno soddisfatti successivamente agli altri creditori concorsuali e ha collocato il rimborso dei finanziamenti dei soci all’ultimo grado di soddisfacimento. In assenza di espressa menzione se ne deduce che tale previsione si applica indipendentemente dalla conoscenza dello stato di crisi da parte del socio ma anche dell’esistenza stessa dello stato di crisi o della condizione di sottocapitalizzazione.

In definitiva, questo nuovo ampliamento dei margini applicativi della norma, induce a ritenere che il Legislatore tedesco abbia optato “*per un sistema oggettivo di regole che [...] trascendono la verifica “sostitutiva dei prestiti dei soci”*”<sup>145</sup>, confermando, a mio avviso, l’intento di consolidare – molto più che in Italia – il principio della responsabilità del socio per il corretto finanziamento della società.

### **3.2.1. Analogie e differenze tra la disciplina italiana e quella tedesca**

Dopo aver illustrato i lineamenti essenziali della disciplina dei finanziamenti anomali dei soci in Germania, occorre evidenziare analogie e differenze rispetto alla disciplina italiana.

La prima importante differenza, rilevante anche dal punto di vista concettuale, è quella per cui l’ordinamento tedesco ha introdotto una soglia di partecipazione al capitale sociale al di sotto della quale il finanziamento del socio non è soggetto a postergazione in fase di rimborso. La soglia “critica” individuata è quella del 10 % del capitale sociale, poiché in possesso di tale percentuale del capitale, l’ordinamento tedesco presume la qualità

---

<sup>144</sup> Letteralmente: “*conformemente ai paragrafi 4 e 5, i crediti per il rimborso di un prestito d’azionista o i crediti derivanti da atti giuridici che corrispondono economicamente a tale prestito*”.

<sup>145</sup> Cfr. D. Vattermoli (2012) p. 116.

dell'imprenditorialità del socio interessato alle dinamiche societarie e capace di incidere nelle scelte di investimento e di gestione.

In Italia, invece, non è prevista nessuna soglia in quanto si presume che il socio di una società a responsabilità limitata (ma anche nei gruppi d'impresa caratterizzate per i flussi informativi continui) possa essere qualificato quale "socio-imprenditore", a prescindere dalla propria quota di partecipazione e in ragione della ristretta compagine societaria che facilita i soci nell'esercizio dei poteri informativi e di gestione di cui godono *ex lege*.

Per le stesse ragioni, l'ordinamento tedesco prevede che la disciplina della postergazione del rimborso è applicabile anche ai prestiti concessi dagli amministratori a prescindere dalla quota sociale. L'ormai riconosciuto principio di corretto finanziamento della società ha comportato che anche gli amministratori, quali soggetti, non solo "massimamente" informati, ma soprattutto pienamente consapevoli dello stato patrimoniale e finanziario della società siano responsabili delle scelte di finanziamento a cui la società ricorre. Infatti, § 64.3, lett. f del *GmbHG*, riconoscendo che gli amministratori sono responsabili per aver ammesso il rimborso del finanziamento qualora l'operazione abbia contribuito a determinare lo stato di insolvenza della società, a meno che la situazione di crisi fosse conoscibile con la normale diligenza.

Procedendo a sottolineare le differenze, con la riforma del 2008 l'ordinamento tedesco ha eliso il riferimento al merito creditizio, mentre in Italia si fa ancora riferimento al canone della ragionevolezza che contraddistinguendo l'accorto commerciante, che valuta la convenienza economica in termini di restituzione e di redditività del finanziamento, non consentirebbe alla società di accedere ai finanziamenti alle normali condizioni di mercato.

Passando infine agli elementi in comune, occorre fare un breve cenno in merito al quesito sulla possibile applicazione della disciplina anche alle società per azioni: entrambi gli ordinamenti sono aperti a questa possibilità ma con un approccio diverso. Mentre in Italia la dottrina e la giurisprudenza non sono unanime nell'affermare che ciò sia possibile, la Germania ha sempre mostrato un atteggiamento più liberale. Una delle prime sentenze del *Reichsgericht*, infatti, aveva ad oggetto proprio un prestito effettuato a favore di una società per azioni sebbene la disciplina della postergazione del rimborso sia

espresse prevista per le società a responsabilità limitata, molto spesso sottocapitalizzate.

In generale, la dottrina e la giurisprudenza tedesche hanno ritenuto di poter affermare che il principio del corretto finanziamento dell'impresa è un principio generale dell'ordinamento, tale per cui la disciplina della postergazione del rimborso – come ha osservato Portale in uno dei lavori dedicati allo studio comparatistico dei finanziamenti dei soci – potrebbe valere “*non solo per le società di capitali, ma persino per le società di persone ed anche, in genere, per i «Vereine», là dove esistano soggetti cui si imputabile «eine Finanzierungsverantwortung» (=una responsabilità da corretto finanziamento)*”<sup>146</sup>. L'elemento comune che spicca è l'irrelevanza attribuita alla volontà contrattuale delle parti: la legge infatti interviene forzatamente sul sinallagma contrattuale imponendo *ex lege* una deroga al principio della *par condicio creditorum*; tuttavia, ha osservato Terranova, è da escludere che si tratti di una riqualificazione del contratto – come invece aveva avallato alla fine degli anni '30 la giurisprudenza tedesca – che inciderebbe illegittimamente sulla volontà delle parti contraenti e su uno dei principi cardine che governano la materia della contrattualistica<sup>147</sup>. Di talché, il rapporto mantiene i connotati di un contratto di mutuo a cui la legge ha imposto – nel contemperamento di molteplici interessi – un particolare regime giuridico di restituzione.

Comunque, in definitiva, è emerso un approccio maggiormente rigorista da parte dell'ordinamento tedesco che con la riforma del 2008, avendo eliminato ogni riferimento al presupposto della crisi della società e al criterio del *commerciantе diligente e accorto* come parametro di riferimento, ammette chiaramente di riconoscere un principio di corretto finanziamento della società che attribuisce ai soci la responsabilità di dotare la società di una capitale congruo rispetto all'oggetto sociale, come confermato dalla figura del cd. *Stehenlassen*, cioè la responsabilità in cui il socio incorre se, venuto a conoscenza dello stato di crisi, non richiede il rimborso del finanziamento prima che venga dichiarato lo stato di insolvenza e, quindi, contribuisce ad aggravare il dissesto della società.

---

<sup>146</sup> Cfr. G.B. Portale (2003) p. 670.

<sup>147</sup> Cfr. G. Terranova (2004) pp. 1454-1457.

### **3.3. Riflessioni conclusive: la disciplina della postergazione del rimborso dei finanziamenti soci tra strumento alternativo di patrimonializzazione e presidio per i creditori**

Premesso, dunque, che l'approccio della legge italiana (non anche quello della giurisprudenza) è meno rigido di quello tedesco, avendo rimesso all'interprete il compito di colmare le lacune volontariamente lasciate in sede legislativa, a conclusione di questa trattazione occorre fare delle riflessioni in ordine all'efficacia della disciplina della postergazione del rimborso dei finanziamenti dei soci come strumento di contrasto al fenomeno della sottocapitalizzazione e se effettivamente, come nelle intenzioni del Legislatore, tale disciplina tutela i creditori<sup>148</sup>.

Com'è noto, il socio può intrattenere rapporti di natura contrattuale con la società che gli consentono di ampliare il portafoglio di investimento adattando la propria inclinazione al rischio d'impresa agli obiettivi di rendimento che si propone di raggiungere.

La disciplina della postergazione del rimborso rappresenta infatti una reazione dell'ordinamento alla posizione assunta dal socio, in particolare nelle società a responsabilità limitata (e nei gruppi d'impresa), che la dottrina ha definito, non un semplice soggetto investitore, ma un "socio imprenditore" che in considerazione dei poteri informativi di cui gode, può esercitare il proprio controllo sulla gestione dell'impresa e i propri diritti (tra cui quello di finanziare la società sottraendosi al rischio d'impresa) in maniera più consapevole.

L'art. 2476, co. 2, c.c., infatti, conferisce al socio penetranti poteri informativi che la dottrina maggioritaria riconosce essere diritti individuali volti alla tutela degli interessi propri (e non nell'interesse sociale)<sup>149</sup> e tali per cui egli ha il diritto di prendere visione di tutte le scritture contabili e, più in generale, della documentazione di gestione prodotta, nonché la facoltà di chiedere agli amministratori informazioni in merito all'andamento dei progetti di investimento in corso e a quelli futuri<sup>150</sup>.

---

<sup>148</sup> Cfr. Relazione al D. Lgs. n. 6/2003 § 11.

<sup>149</sup> Cfr. G. Fernandez (2012) p. 831.

<sup>150</sup> È chiaro che, sebbene gli amministratori non possano opporre il segreto sociale, la richiesta di informazioni non deve danneggiare gli interessi sociali e comunque deve essere inerente all'attività d'impresa, nonché essere strumentale rispetto all'esercizio delle prerogative attribuite dalla legge (per esempio impugnazione di delibere assembleari, esercizio consapevole del diritto di voto, esercizio del diritto di recesso, diritto di finanziamento e via di seguito).

Nelle intenzioni del Legislatore, l'art. 2467 c.c. rappresenta, tra le molteplici ragioni che hanno determinato la sua introduzione nel codice civile, la reazione all'asimmetria informativa che risulta essere rilevante almeno per due ragioni. Innanzitutto per contrastare un fisiologico ma scorretto fenomeno di opacità informativa nei confronti dei creditori, fenomeno particolarmente avvertito nelle società chiuse, poco inclini alla circolazione del capitale nonché spesso a base familiare, dove l'amministrazione della società è saldamente riposta nelle mani del gruppo familiare.

L'ampiezza delle informazioni di cui il socio è in possesso, tali da poter incidere nelle scelte gestorie e, quindi, di finanziamento dell'impresa, ha imposto la previsione di una tutela nei confronti dei creditori che sarebbero tenuti a sostenere costi molto alti per effettuare un controllo sull'operato dei soci, che in assenza di alcun vincolo sono astrattamente in grado di gestire la società.

Al proposito osserva condivisibilmente Maugeri che consentire al socio di finanziare la società, anche in un momento in cui il finanziamento ha come scopo ultimo quello di patrimonializzare la società al fine di consentirle il superamento della crisi, potrebbe voler dire causare un'alterazione dell'efficiente allocazione delle risorse creditizie consentendo alla società di accedere ad un volume di credito maggiore di quello a cui potrebbe aspirare presso terzi secondo le dimensioni del proprio capitale che, nell'ottica della tradizione europea, manifesta la fiducia che soci ripongono nell'attività imprenditoriale.

Tale circostanza oltretutto espone la società a un duplice rischio (ed è questa la seconda ragione posta a fondamento dell'art. 2467 c.c.): (i) i soci, venendo a conoscenza della situazione di crisi della società, potrebbero orientare gli amministratori ad investire in progetti particolarmente rischiosi, potendo contare sulla remunerazione, se pattuita, e sulla distribuzione esponenzialmente maggiore degli utili ove l'investimento andasse a buon fine, rischiando solo quanto conferito in caso di perdita; (ii) il socio potrebbe richiedere agli amministratori la restituzione di quanto concesso a titolo di finanziamento prima che venga accertata l'insolvenza, sottraendo alla società liquidità e contribuendo ad aggravare la situazione di crisi.

L'introduzione dell'art. 2467 c.c., quindi, rappresenta il tentativo di ridimensionare l'alea dello strumento del finanziamento esterno (maggiore se il finanziamento è concesso da

parte di soggetti particolarmente informati), concesso oltretutto a società che si trovano in una situazione di sottocapitalizzazione.

In altri termini, ciò che si vuole dire è che la disciplina della postergazione del rimborso ha introdotto un principio che, a mio avviso, potremmo definire *giusto* qualora si considerasse il finanziamento del socio uno strumento alternativo di patrimonializzazione della società e tale per cui occorre assumere maggiori precauzioni. Ma se lo si considera per ciò che è, cioè uno degli strumenti di finanziamento che si aggiunge agli altri previsti dalla legge, allora, la sua efficacia rispetto alla tutela del patrimonio sociale e dei creditori, anche alla luce dell'applicazione molto estensiva che ne è stata fatta da parte dei giudici nel corso di questo ventennio dall'entrata in vigore, merita qualche considerazione ulteriore.

### **3.3.1. L'attuale efficacia dell'art. 2467 c.c. rispetto al ruolo del capitale sociale**

È ormai stato chiarito che l'art. 2467 c.c. è stato introdotto con la Riforma del 2003 al fine di contrastare il fenomeno molto frequente della sottocapitalizzazione nominale. Merita osservare che la norma si inseriva in un contesto normativo in cui la funzione di garanzia del capitale sociale era molto sentita in tutti gli ordinamenti europei. Una prima osservazione sulla quale vorrei porre l'attenzione in ordine all'attuale efficacia della disciplina della postergazione dei finanziamenti dei soci si ricollega proprio al ruolo del capitale sociale, anche alla luce del dibattito di cui da circa un ventennio si discute in Europa.

Al momento la disciplina europea, e anche quella italiana, impongono solo che la società sia dotata del capitale minimo previsto per legge, lasciando ai soci la valutazione se dotare la società di un capitale maggiore, necessario a seconda dell'attività d'impresa, o ricorrere a strumenti di finanziamento differenti.

Ai fini che ci occupa, il ruolo del capitale sociale ha certamente subito un ridimensionamento in seguito al dibattito strenuamente sostenuto da due studiosi, L. Enriques e J. R. Macey, e alle proposte di riforma, senza tuttavia che la disciplina del capitale minimo abbia ancora subito alcun ripensamento (anche in considerazione dello studio elaborato da KMPG dal quale non è emersa una netta convenienza economica nell'abbandonare la disciplina del capitale minimo).

In ogni caso, è indubbio che il ruolo del capitale sociale, soprattutto con riguardo alla sua tradizionale funzione di garanzia, abbia subito un ridimensionamento. In Italia, questo è avvenuto anche in seguito ad alcuni interventi normativi tra cui, con specifico riferimento alle società a responsabilità limitata, la riforma del 2003 che ha introdotto la possibilità di conferire beni in natura e di ricorrere allo strumento del prestito obbligazionario quale strumento alternativo di finanziamento; le stesse considerazioni valgono con riferimento all'art. 9, co. 15-ter, del D.L. n. 76/2013, come modificato dalla L. 9 agosto 2013, n. 99, che – modificando l'art. 2463 c.c. – ha previsto la possibilità che il capitale sociale nominale della s.r.l. sia compreso tra il minimo di un euro ed il massimo di Euro 9.999,00, con il chiaro intento di invogliare l'uso di questo tipo societario in cui il Legislatore ha risposto i propri auspici nell'incentivare l'iniziativa imprenditoriale. Si segnala anche la riduzione del capitale minimo previsto in materia di s.p.a. con l'introduzione dell'art. 20, co. 7 del D.L. 91/2014 che ha modificato l'art. 2327 c.c. prevedendo che il capitale minimo sia pari ad euro 50.000,00 e non più ad euro 120.000,00.

Tuttavia, alla luce dell'evoluzione dell'economia e delle nuove esigenze delle imprese (esigenze sempre più legate alla finanza) non sembra che il ruolo del capitale sociale sia stato affrontato con l'ormai prossima entrata in vigore del Codice della Crisi d'impresa (di seguito, solo CCII), elaborato in attuazione della Direttiva UE/2019/1023 (cd. Direttiva Insolvency).

Osserva infatti Latella che la riforma del diritto della crisi tradisce *“una preoccupante assenza di consapevolezza circa le mutazioni che l'economia reale ha compiuto negli ultimi decenni durante i quali le energie delle imprese e le stesse modalità di percezione della forza imprenditoriale – ancora una volta – si sono radicalmente spostate dalla visione patrimoniale a quella finanziaria”*<sup>151</sup> – osservazione da cui l'Autore trae una generale inadeguatezza dell'impianto normativo che attribuisce ancora rilevanza al sistema del netto patrimoniale, quale criterio di tutela dei terzi omettendo di valorizzare la solvibilità (*solvency*) della società<sup>152</sup>.

---

<sup>151</sup> Cfr. G.B. Portale (2015) p. 817, il quale ricostruendo *“La parabola del capitale sociale nella s.r.l.”* ha sostenuto che la riduzione del capitale minimo previsto per legge non implica ancora *“l'eliminazione dell'istituto del capitale sociale: esso continua ad esistere, svolgendo qualunque sia la sua cifra, una funzione organizzativa”*.

<sup>152</sup> Cfr. D. Latella (2020), p. 549-569.

Tale osservazione è molto interessante perché richiama il dibattito sul ruolo del capitale sociale in relazione al tema della postergazione dei finanziamenti dei soci, strumento a cui le società ricorrono frequentemente.

L'art. 2467 c.c. è stato istituito, infatti, per contrastare il fenomeno della sottocapitalizzazione nominale e, sebbene le intenzioni del Legislatore fossero da apprezzare, l'applicazione giurisprudenziale conferma che i giudici tendono a considerare la natura sostanziale del finanziamento, ammettendo la postergazione, come si avrà modo di dire successivamente, anche nei casi in cui il finanziamento sia stato concesso in sede di costituzione della società.

Il risultato è l'applicazione piuttosto ampia del principio della postergazione, dal quale si desume “*la necessità di un rapporto ragionevole tra capitale di rischio e finanziamenti dei soci*”<sup>153</sup>, confermando in ultima analisi che il capitale sociale svolge ancora funzioni importanti nell'ordinamento italiano (comunque di matrice europea) fra cui spiccano quella di garanzia dei creditori e quella organizzativa dei poteri e dei doveri dei soci<sup>154</sup>.

È innegabile, dunque, che questo sistema incoraggi quanti in dottrina sostengono che la disciplina è applicabile *durante societate* così che, estendendo l'applicazione della norma, la si eleva a strumento in grado di contrastare eventuali intenti fraudolenti dei soci di mantenere la società in condizioni di capitalizzazione inadeguata rispetto all'attività d'impresa<sup>155</sup>.

---

<sup>153</sup> Cfr. G.B. Portale (2015) p. 831.

<sup>154</sup> Si segnala che il bisogno finanziario in cui sono incorse le società a causa dell'emergenza pandemica e l'utilità per queste ultime di ricorrere ai finanziamenti dei soci, ha spinto il Legislatore a sterilizzare l'applicazione dell'art. 2467 c.c., prevedendo con l'introduzione dell'art. 8 del D.L. n. 23/2020 (c.d. Decreto Liquidità) che “*ai finanziamenti effettuati a favore delle società dalla data di entrata in vigore del presente decreto e sino alla data del 31 dicembre 2020 non si applicano gli articoli 2467 e 2497 quinquies del codice civile*”. Si tratta di uno degli interventi che il legislatore italiano ha ritenuto opportuno adoperare per incentivare l'immissione di liquidità nelle casse delle società. Pur trattandosi di una disciplina emergenziale volta a contrastare in alcuni casi una momentanea crisi di liquidità e, quindi, difficilmente inquadrabile all'interno del contesto normativo in cui la postergazione del rimborso opera in normali condizioni, a mio avviso, tale intervento legislativo dovrebbe indurre a riflettere sulle potenzialità dello strumento dei finanziamenti dei soci nel contesto di libero mercato internazionale e della conseguente necessità di un'applicazione oculata della disciplina. Analogo ragionamento si impone con riferimento all'art. 6 del D.L. n. 23/2020 che ha sospeso per lo stesso arco temporale l'applicazione delle norme sulla riduzione del capitale sociale per perdite, onde evitare che le perdite di capitale dovute all'emergenza da Covid-19 potessero determinare taluni effetti obbligatori per gli amministratori allorquando fosse intervenuta una causa di scioglimento della società. Tale intervento conferma il ruolo che il capitale sociale svolge ancora nel nostro ordinamento, posto come baluardo a tutela dei creditori.

<sup>155</sup> Pur comprendendo la rischiosità dello strumento dei finanziamenti dei soci per i creditori, sarebbe opportuno un uso parco di tale strumento, limitando l'applicazione a quei casi in cui all'esito di un giudizio ex ante – affidato magari alle competenze tecniche di un C.T.U. – emerga prova dell'esistenza dei

Una possibile strada è quella proposta da Terranova<sup>156</sup> che, quanto alla sottocapitalizzazione sopravvenuta, ha sostenuto l'opportunità di distinguere due circostanze in una situazione in cui il socio decide di mantenere una linea di credito:

- (i) il sopravvenire della crisi deve essere paragonato alla sottocapitalizzazione originaria se tra il socio e la società intercorre un rapporto *fluido e precario* (es. un fido revocabile *ad nutum*, prestiti discontinui, un contratto di conto corrente) che tradisce l'intento del socio di sovvenzionare la società con finanziamenti frequenti ma non all'interno di un progetto di sostegno finanziario;
- (ii) l'esistenza tra il socio e la società di un rapporto di finanziamento fisso e stabile (es. contratto di mutuo, prestiti obbligazionari e *similia*) invece deve indurre ad una valutazione più accorta in merito a possibili intenti elusivi del socio della norma;

In altri termini, richiamando il suggerimento di Portale *“una condotta puramente inattiva non può essere considerata fraudolenta, a meno che la mancata riscossione delle somme date a mutuo non si traduca in un nuovo finanziamento, effettuato a favore della società nonostante il mutamento delle sue condizioni patrimoniali”*<sup>157</sup>.

Diversamente, Maugeri ha aperto alla possibilità che le Corti applichino il principio della postergazione anche in quei casi in cui il socio, che aveva precedentemente finanziato la società, venuto a conoscenza dello stato di crisi non abbia richiesto il rimborso, manifestando la volontà di sostenere l'attività d'impresa e contribuendo ad aggravare lo stato di decozione della società (il cd. *Stehenlassen*, principio coniato in Germania)<sup>158</sup>.

In definitiva e in considerazione del fatto che la giurisprudenza è orientata verso un approccio sostanzialista nell'applicazione della norma, ritengo possibile affermare che il dibattito e gli interventi normativi che hanno depotenziato il ruolo del capitale sociale non hanno sortito effetti in ordine al convincimento di un generale, seppur non codificato, principio che deve indurre i soci a dotare la società di un capitale adeguato a tutela della

---

presupposti applicativi della norma, al fine di evitare una compressione eccessiva della libertà di finanziamento dei soci.

<sup>156</sup> Cfr. G. Terranova (2004), p. 1449-1491.

<sup>157</sup> Cfr. G. Terranova (2004), p. 1485.

<sup>158</sup> Cfr. M. Maugeri (2016), p. 186 e M. Maugeri (2005) p. 223 ss..

continuazione dell'attività d'impresa. Di qui un ampliamento dei margini applicativi della disciplina della postergazione del rimborso dei finanziamenti concessi dai soci cui fa ricorso la giurisprudenza.

Quanto alla tutela dei creditori la disciplina della postergazione del rimborso, in deroga al principio della *par conditio creditorum*, assicura ai creditori di non subire, in caso di apertura di una procedura concorsuale, il concorso paritetico con i soci finanziatori che nelle società “chiuse” svolgono un ruolo prettamente imprenditoriale.

Qualora tuttavia si aderisse, come ha fatto una parte della dottrina, alla teoria che propone l'applicazione dell'art. 2467 c.c. anche *durante societate*, il credito del socio sarebbe sottoposto ad una condizione di perdurante inesigibilità, con evidente violazione del principio della *par conditio creditorum* in quanto – come osservato da Fabiani “*il principio della par conditio creditorum non è affatto assoluto perché non va invocato quando il patrimonio del debitore è sufficiente a garantire il soddisfacimento di tutti i creditori. [Infatti] nessuno ha mai posto in dubbio la piena sovranità del debitore in bonis nello stabilire quali debiti, esigibili, soddisfare e quali no*”<sup>159</sup>.

Anche da questa angolazione di prospettiva trova conferma che nel nostro ordinamento la disciplina della postergazione dei finanziamenti dei soci nasconde in fondo il ruolo di ulteriore strumento di patrimonializzazione della società e non di strumento alternativo di finanziamento, più agile e aderente alle crescenti necessità finanziarie delle società.

### **3.3.2. Una diversa prospettiva: la possibile applicazione della postergazione del rimborso dei finanziamenti già in fase di costituzione della società**

Un ulteriore elemento utile di valutazione al fine di comprendere l'efficacia nei confronti dei creditori della disciplina della postergazione dei finanziamenti dei soci è, a mio avviso, la riflessione di Maugeri sulla possibilità che tale disciplina venga applicata anche ai finanziamenti concessi in sede di costituzione della società.

---

<sup>159</sup> Cfr. M. Campobasso (2008), p. 449 e più approfonditamente M. Fabiani (2019), pp. 64 ss., il quale, riflettendo sulla possibilità di applicare l'istituto della compensazione al credito vantato dal socio a titolo di finanziamento, ha argomentato che il principio della *par conditio creditorum* non è un principio assoluto ma opera solo in condizioni di concorso quando il patrimonio del debitore non è capiente tale da poter soddisfare le pretese di tutti i creditori. La disciplina della postergazione, in deroga al tale principio, opera come «antiprivilegio» degradando il socio a creditore *sub chirografario*, la cui pretesa verrà soddisfatta solo dopo aver soddisfatto tutti i creditori, anche quelli chirografari.

Aderendo a questa soluzione, verrebbe meno l'esigenza di accertare lo stato di crisi che, invece, avrebbe reso "ragionevole" un conferimento da parte del socio. L'Autore sostiene che per comprendere questa prospettazione occorre condurre il ragionamento sul piano "*dell'incidenza che l'una o l'altra soluzione appare in grado di sviluppare in ordine alla probabilità di promuovere o meno tentativi efficienti di risanamento dell'impresa*"<sup>160</sup>.

La possibile applicazione dell'art. 2467 c.c. anche ai finanziamenti concessi alla società in sede di costituzione è evidentemente volta a evitare la costituzione di società sottocapitalizzate, incentivando – secondo l'Autore – gli amministratori ad investire in progetti che, all'esito di una valutazione condotta alla luce del principio della *business judgment rule*, è presumibile possano essere profittevoli<sup>161</sup>.

Dello stesso avviso anche Portale che, riflettendo sul significato da attribuire al termine "ragionevole" in tema di conferimenti in luogo dei finanziamenti, ha affermato che il canone della ragionevolezza impone di conformare le scelte imprenditoriali alla prassi maturata tra gli operatori del settore di mercato di riferimento<sup>162</sup>. Aderendo a questa interpretazione del canone di ragionevolezza, Portale è giunto ad affermare che "*per l'indubbio collegamento esistente tra la disciplina dei finanziamenti dei soci – considerati come espressione della regola di corretto finanziamento dell'impresa sociale – e quella del capitale sociale, si può forse concludere che la tesi del divieto di sottocapitalizzazione deve essere oggi intesa come l'espressione di una regola ragionevole di capitalizzazione della società al momento della sua costituzione, nel senso del rispetto delle prassi maturate tra gli operatori di questo o di quel settore, di questo o di quel territorio*"<sup>163</sup>.

Occorre osservare che la giurisprudenza, seppure in casi sporadici, ha ritenuto di applicare il principio della postergazione dei finanziamenti concessi dai soci in fase costitutiva

---

<sup>160</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 184-189.

<sup>161</sup> Si osservi sul punto che ad avviso dell'Autore l'affermazione per cui i creditori esterni non sarebbero informati e, quindi, nella posizione di valutare la credibilità dell'iniziativa imprenditoriale non è sufficiente per contestare l'applicabilità dell'art. 2467 c.c. ai finanziamenti concessi dai soci in sede di costituzione della società, in quanto l'ammontare del capitale sociale è lo strumento attraverso il quale trasmettere al mercato le informazioni necessarie per comunicare, in questa prima fase della vita della società, le prospettive d'impresa e il merito creditizio di cui gode.

<sup>162</sup> Cfr. G. Zanarone (2010) p. 460 ss., il quale ha affermato che "*la ragionevolezza va intesa non tanto come razionalità, cioè come conformità rispetto ai dettami più o meno immutabili della scienza, ma come conformità rispetto a prassi maturate tra gli operatori di questo quel settore di mercato*".

<sup>163</sup> Cfr. G.B. Portale (2014), p. 66-68.

individuandone identità di *ratio*<sup>164</sup>. In ciò trova ulteriore conferma che la giurisprudenza è orientata ad analizzare “sostanzialmente” la natura del finanziamento con l’evidente intento a mio avviso di garantire i creditori più di quanto il principio di libero finanziamento riconosciuto ai soci consentirebbe di fare.

Da questo quadro emerge che i finanziamenti dei soci sarebbero sempre soggetti a postergazione, in evidente contrasto con la libertà dei soci di intrattenere rapporti negoziali con la società e in violazione del principio di diritto societario per cui la responsabilità che il socio o il quotista assume per il rischio d’impresa è limitata al conferimento (artt. 2325 e 2462 c.c.).

Ritengo comunque che tale possibilità applicativa non sia condivisibile poiché – forzando eccessivamente la lettera della norma che pure lascia ampio potere discrezionale all’interprete – finisce per limitare la libertà di finanziamento di cui godono indiscutibilmente i soci, cui di fatto si imporrebbe l’obbligo di dotare la società di un capitale adeguato, o perlomeno, non manifestamente insufficiente rispetto alla realizzazione dell’oggetto sociale.

Tanto, a prescindere dal fatto che non vi sia una norma a prevederlo, si porrebbe in evidente contrasto con il più generale principio di libera iniziativa economica di cui all’art. 41 della Costituzione, ma anche con la *ratio* stessa della norma dell’art. 2467 c.c. che, senza comprimere eccessivamente le scelte di investimento dei soci, ha individuato nel termine di un anno antecedente alla dichiarazione di fallimento, un termine congruo per assicurare le pretese creditorie e disincentivare intenti non conformi agli interessi della società<sup>165</sup>.

---

<sup>164</sup> Cfr. Tribunale Milano, Sezione specializzata in materia di imprese, sentenza n. 1658 del 6 febbraio 2015 nella quale il Giudice, all’esito del procedimento ha ritenuto che “*i mutui per cui è causa sono stati erogati nella fase iniziale della vita della società, che aveva un capitale di soli cinquantamila Euro, e dunque non aveva adeguati mezzi propri per affrontare l’importante operazione edilizia che è stata di lì a poco eseguita e per la quale è verosimile - e “ragionevole” nel senso indicato dall’art. 2467 c.c. - supporre che non potesse facilmente reperirsi un finanziatore terzo, disposto a impegnare somme importanti, con la prospettiva di recupero del mutuo ancorata solamente alle prospettive di vendita delle unità immobiliari. Ciò va affermato anche in una fase - come quella in cui versava F. srl al tempo dell’acquisizione del finanziamento da parte dei soci - in cui non si verteva in una situazione critica sopravvenuta, come nei casi esaminati dalle citate pronunce giurisprudenziali, ma in uno stato, a questa equiparabile secondo il criterio normativo, di insufficienti risorse economiche per poter adempiere ai debiti correnti da assumere per l’intrapresa della progettata operazione immobiliare”.*

<sup>165</sup> Cfr. M. Maugeri (2005) p. 193, il quale ha affermato che “*la posizione del socio in confronto alla struttura finanziaria della propria società si lascia dunque ricostruire nei termini di una sostanziale autonomia e libertà. Ciò rende allora tanto più urgente ricercare la funzione pratica e la giustificazione sistematica di un complesso di precetti che quell’autonomia e quella libertà restringono”.*

La norma è il frutto di un bilanciamento di interessi, quelli dei creditori a vedere tutelato il proprio credito e la prosecuzione dell'attività d'impresa e il diritto della società di ricorrere a strumenti di finanziamento più veloci e a condizioni più vantaggiose di quelle imposte dalle banche e dagli istituti di credito<sup>166</sup>.

Richiamando le parole molto efficaci di Maugeri, *“la postergazione è una tecnica di riallineamento del rischio d'impresa alle opportunità di profitto indotte dal risanamento della società e al potere di orientarne le scelte gestorie”*<sup>167</sup>. Con ciò l'Autore ha condivisibilmente escluso che l'art. 2467 c.c. trovi il proprio fondamento nella responsabilità aquiliana, individuando in esso lo strumento per riequilibrare il pericolo di perdita del capitale erogato dal socio e i margini di profitto che quest'ultimo potrebbe trarre se la società finanziata superasse la situazione di crisi.

Ciò avviene, occorre ribadirlo, in considerazione dello spiccato interesse partecipativo e degli ampi poteri informativi di cui godono i soci nelle società a responsabilità limitata per cui possono influire sulle scelte gestorie<sup>168</sup>.

In altre parole, la norma dell'art. 2467 c.c. mira a contrastare il comportamento dei soci che aggravano la situazione di sottocapitalizzazione, individuando nella postergazione lo strumento attraverso cui *“regolare secondo lo schema proprio dell'operazione che esso economicamente rappresenta, e cioè [sostanzialmente] una ricapitalizzazione della società”*<sup>169</sup>.

Per quanto argomentato prevedere che la disciplina della postergazione trovi applicazione anche ai finanziamenti concessi dai soci in sede di costituzione ritengo che sia in contrasto con l'impianto normativo oggetto di studio e con gli intenti del Legislatore della Riforma.

---

<sup>166</sup> Pur non essendo questa la sede per approfondire il tema, ritengo che possa essere utile osservare che l'orientamento giurisprudenziale consolidatosi verso la tutela del creditore potrebbe trovare una giustificazione anche nel fatto che il sistema italiano è ancora fortemente bancocentrico.

<sup>167</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 202-214.

<sup>168</sup> Per tale ragione Maugeri lega la disciplina della postergazione dei finanziamenti alla qualità di socio, ribadendo la non applicabilità agli amministratori non soci. Si noti, invece, che in Germania la postergazione viene applicata indifferentemente a tutti i finanziamenti concessi in una situazione di crisi. Anzi, la qualità di amministratore pone quest'ultimo nella posizione di essere ancor di più informato della situazione in cui versa la società e, quindi, in grado di valutare se finanziare la società tramite conferimento o finanziamento con diritto al rimborso.

<sup>169</sup> Cfr. M. Maugeri (2005), p. 212.

### 3.3.3. La sottocapitalizzazione societaria sotto i riflettori della pandemia da Covid-19 e la crescente rilevanza della struttura finanziaria per la prosecuzione dell'attività d'impresa

Un interessante studio della Banca d'Italia, "*Firm undercapitalization in Italy: business crisis and survival before and after COVID-19*" pubblicato il 23 dicembre 2020 ha messo in luce la preoccupante situazione di sottocapitalizzazione in cui versano le società italiane, in particolare le società piccole e di recente costituzione, e le conseguenze che la pandemia potrebbe avere sulle condizioni di patrimonializzazione<sup>170</sup>.

Dallo studio è emerso che il fenomeno della sottocapitalizzazione è ancora molto diffuso tra le imprese italiane: in particolare nel periodo tra il 2010 e il 2018 è stato dimostrato che le imprese che si trovavano in una condizione di sottocapitalizzazione si è attestata in media intorno all'8 %/anno, situazione accentuata nelle regioni centro-meridionali e nei settori relativi al turismo e ai servizi di intrattenimento.

L'elemento davvero preoccupante che è emerso è che la condizione di sottocapitalizzazione conduce circa il 60 % delle imprese coinvolte ad uscire dal mercato nei tre anni successivi, tramite una procedura di fallimento o, più semplicemente, per l'interruzione dell'attività d'impresa.

Pur non essendo questa la sede per esaminare dettagliatamente i nuovi strumenti di prevenzione della crisi, lo studio condotto dalla Banca d'Italia è rilevante ai nostri fini perché fa emergere due interessanti novità.

Partendo dal dato normativo, per la prima volta l'art. 2 del CCII dà una definizione dello stato di crisi che è "*lo stato di [squilibrio economico-finanziario che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate]*"<sup>171</sup>.

Il Legislatore ha poi ritenuto di affidare al Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili il compito di individuare i criteri quantitativi da

---

<sup>170</sup>Cfr. T. Orlando e G. Rodano (2020) pp. 1-35. Gli studiosi hanno affrontato il tema della sottocapitalizzazione delle imprese italiane spinti dalle evidenze dovute all'emergenza pandemica che ha riportato alla luce un problema datato e mai risolto, anche in vista dell'entrata in vigore del CCII, prima prevista per settembre 2021, poi posticipata al 16 maggio 2022.

<sup>171</sup> Si segnala che in dottrina e in giurisprudenza è ormai consolidata tale interpretazione dello stato di crisi cui può seguire la condizione dell'insolvenza ma il fatto che la legge li definisca consente di circoscrivere i margini applicativi.

cui dedurre lo stato di crisi in presenza del quale il collegio sindacale o la società di revisione sarebbe stato tenuto a darne notizia agli organismi competenti.

Seguendo le indicazioni della legge delega, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili aveva individuato tre criteri; in particolare sostenevano che lo stato di crisi dipendeva dalla situazione di sottocapitalizzazione individuata solo nel momento in cui il capitale sociale si era ridotto al di sotto del minimo previsto per legge<sup>172</sup>. La rigidità degli indicatori e l'inadeguatezza rispetto al pericolo di una crescita esponenziale delle segnalazioni comunque ha fortunatamente indotto il legislatore a eliminare la previsione delle procedure d'allerta.

A mio avviso si sarebbe trattato di una modifica che non avrebbe incentivato in alcun modo né la crescita delle imprese già operanti nel mercato né la costituzione di grandi imprese quotate improntate alla circolazione del capitale, versante sotto il quale l'Italia è ancora molto carente<sup>173</sup>. Emerge, come osservato da Latella, la scarsa consapevolezza dell'attuale situazione di sottocapitalizzazione delle imprese italiane senza che il Legislatore della crisi abbia inciso in maniera decisiva.

Non solo, la condizione di sottocapitalizzazione è spesso collegata ad una situazione di debolezza della struttura finanziaria.

Il percorso evolutivo compiuto dall'economia e per il quale assume sempre più rilevanza la solidità finanziaria della società, segna inevitabilmente nuove esigenze delle imprese e ciò ha trovato conferma nella profonda crisi finanziaria in cui sono incorse le società durante la pandemia.

Al proposito si segnala un altro studio della Banca d'Italia, "*Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*" pubblicato il 13 novembre 2020 che ha esaminato gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità e

---

<sup>172</sup> Brevemente, con riferimento agli altri due criteri, il secondo criterio veniva definito "*debts service coverage ratio*" individuato come il rapporto tra "*free cash inflows expected within six months and total outflows for debt repayment over the same period*". Tale indice (DSCR) se si fosse attestato sotto il valore di 1, la società sarebbe stata considerata in stato di crisi. Nello studio della Banca d'Italia questo criterio non è stato tenuto in considerazione per mancanza di informazioni necessarie. Il terzo criterio faceva, invece, riferimento a cinque indicatori di natura finanziaria e legati al capitale ma è stato osservato che con riferimento alla situazione di sottocapitalizzazione delle imprese italiane tale criterio non sarebbe stato poi così rilevante.

<sup>173</sup> Senza considerare le discrasie tra la norma e gli indici della crisi. Infatti il codice pur definendo lo stato di crisi (art. 2 del CCII) quale situazione di transitorio squilibrio finanziario, il primo criterio di emersione dello stato di crisi elaborato dagli esperti avrebbe legato il concetto di crisi al ruolo del capitale sociale, posponendo il momento in cui la società, assumendo consapevolezza dello stato di crisi, potesse attivarsi.

sull'inclinazione al rischio delle imprese negli anni che seguiranno la pandemia da Covid-19. Gli studiosi hanno evidenziato che l'iniezione di liquidità verificatasi ad opera degli interventi normativi sono stati di fondamentale importanza per evitare il *default* immediato. È stato stimato che in assenza delle misure di intervento introdotte dal Governo con i vari decreti emanati nel 2020, il calo del fatturato avrebbe determinato un fabbisogno di liquidità complessivo pari a circa 48 miliardi per circa 142.000 imprese (il 19 % del campione analizzato) e una netta contrazione degli utili, che avrebbe reso sotto patrimonializzate circa 100.000 imprese (il 13,8 per cento del totale del campione analizzato). Grazie alle misure di sostegno, invece, circa 42.000 (delle 142.000) imprese potrebbero soddisfare il proprio fabbisogno di liquidità, mentre quello delle rimanenti 100.000 si ridurrebbe a circa 33 miliardi, comportando – e questo è il dato rilevante – la riduzione del numero di imprese potenzialmente sottocapitalizzate a circa 88.000<sup>174</sup>.

Quest'ultimo dato è a mio avviso rilevante per due aspetti: se da un lato è la conferma che una situazione di illiquidità momentanea ma incontrollata può condurre la società ad una condizione di sotto patrimonializzazione che rende prospettabile l'intervento dello stato d'insolvenza se l'azienda non è in grado di rimuovere i fattori che l'hanno determinata, dall'altro è evidente la compressione che ha subito il ruolo del capitale sociale alla luce degli interventi normativi della disciplina emergenziale che non hanno inciso sulla composizione del capitale ma sulla struttura finanziaria delle società.

A mio avviso un certo grado di innovatività (e di consapevolezza da parte del Legislatore) nell'approccio al finanziamento delle imprese è ravvisabile nell'introduzione dell'art. 13, co. 9 del D.L. n. 118/2021 che con riguardo ai gruppi d'impresa in materia di composizione negoziata della crisi ha previsto che “*i finanziamenti eseguiti in favore di*

---

<sup>174</sup> Cfr. A. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapiano, G. Rodano, E. Sette e G. Viggiano (2020) pp.1-19. Lo studio ha avuto ad oggetto il fabbisogno finanziario e l'effetto della pandemia sulla patrimonializzazione delle società di capitali rappresentative dell'87 % del fatturato nazionale. Sono rimaste escluse dalle società-campione le altre tipologie societarie pur fortemente colpite dalla crisi pandemica. Gli Autori hanno pertanto ritenuto che la quota di imprese con fabbisogno di liquidità anche dopo gli interventi pubblici di sostegno finanziario e l'accesso agli strumenti di credito garantito è anche più elevato tra le micro imprese (che secondo la definizione di europea occupano meno di 10 addetti e presentano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro) la cui situazione patrimoniale e finanziaria potrebbe risultare anche più grave di quella stimata con riferimento alle società di capitali prese come campione dallo studio condotto. Tale ricostruzione è ragionevole se si considera il sostrato imprenditoriale italiano che conta al momento solo 407 società quotate sui mercati di Borsa Italiana (di cui 49 ingressi del 2021, record dal 2000, dato che sono state 22 nel 2022 e 41 del 2019). È opportuno chiarire che si tratta comunque di opinioni personali espressa dagli Autori, il quali specificano che non necessariamente riflettono l'opinione della Banca d'Italia.

società controllate oppure sottoposte a comune controllo, in qualsiasi forma pattuiti dopo la presentazione dell'istanza di cui all'articolo 2, comma 1, sono esclusi dalla postergazione di cui agli articoli 2467 e 2497-quinquies del codice civile, sempre che l'imprenditore abbia informato preventivamente l'esperto". Si tratta di un intervento che, nel solco della disciplina già vigente<sup>175</sup>, potrebbe incidere sull'importanza attribuita alla composizione dei mezzi con cui si finanzia l'impresa e quindi allo strumento di intervento dei finanziamenti dei soci.

In altri termini ciò che si vuole dire è che la struttura finanziaria della società è fondamentale per valutare lo strumento finanziario più opportuno con cui procedere in una situazione di crisi. Tale osservazione si deve a Vattermoli che contesta il noto teorema elaborato da M. Miller e F. Modigliani che puntava, in breve, a dimostrare che il valore di un'impresa non cambia al modificarsi della struttura finanziaria<sup>176</sup>; conseguentemente la scelta di rivolgersi al finanziamento esterno o di ricorrere ad un aumento del capitale sociale è irrilevante dal punto di vista economico.

Infatti – nell'opinione di Miller e di Modigliani – il ricorso al credito, sfruttando l'effetto della leva finanziaria, fa aumentare il valore dell'impresa fino al raggiungimento del punto di equilibrio finanziario, cioè quel punto detto di *trade-off* in cui il rapporto tra *debt* ed *equity* consente di massimizzare il valore dell'impresa<sup>177</sup>, potendo godere di un ulteriore vantaggio grazie alla deducibilità degli interessi passivi. Oltre tale soglia sarebbe ragionevole un conferimento<sup>178</sup>.

---

<sup>175</sup> Infatti si segnala anche l'art. 102, co. 1 del D. Lgs 12 gennaio 2019, n. 14 rubricato "*I finanziamenti dei soci*" che, confermando quanto già disciplinato dall'art. 182-*quater* della legge fallimentare, prevede la non applicabilità della postergazione del rimborso ai finanziamenti erogati dai soci in qualsiasi forma, in fase di presentazione della domanda di concordato, ampliando tuttavia la deroga "[al]l'emissione di garanzie e controgaranzie, fino all'ottanta per cento del loro ammontare".

<sup>176</sup> Cfr. F. Modigliani e M. H. Miller (1958), pp. 261-297.

<sup>177</sup> Preliminarmente bisogna chiarire che si parla di valore dell'impresa poiché l'economia aziendale nell'analisi della performance aziendale si è dapprima interrogata sugli obiettivi cui tende un'azienda. La teoria classica della creazione e della diffusione del valore ha sostituito il concetto di profitto con quello di valore economico nel tempo e la sua diffusione a favore di tutti gli azionisti. Sul tema G. Fiori e R. Tiscini (2020) p. 357 e ss.

Cfr. D. Vattermoli (2012) p. 215, il quale definisce valore dell'impresa il prezzo che dovrebbe pagare un soggetto per ottenere il controllo totalitario della società libera da debiti (nel modello analizzato da Miller e Modigliani si trattava di una società con azione quotate, quindi, il valore dell'impresa era definito come il prezzo frutto del valore di borsa e delle obbligazioni emesse dalla società).

<sup>178</sup> Cfr. D. Vattermoli (2012) p. 216, nota n. 13 in cui cita M.H. Miller (1991) p. 479 ss., il quale pur avendo contribuito con Modigliani al teorema dell'indifferenza della struttura finanziaria ha poi affermato che "*That aggregate risk might be unaffected by modest changes of leverage some might willingly concede, but not when leverage is pushed to the point that bankruptcy becomes a real possibility. The higher the leverage, the greater likelihood, of course that just such an unfortunate event will occur*".

Data l'impossibilità di stabilire con certezza l'andamento dell'investimento a seguito di un'operazione finanziaria, Campobasso ha ritenuto che l'analisi dell'equilibrio finanziario *“non può essere assunto a parametro di riferimento per l'applicazione della regola della postergazione dei prestiti dei soci”*<sup>179</sup>. In altri termini, il canone della ragionevolezza, quale criterio applicativo dell'art. 2467 c.c., non può essere desunto dall'analisi della struttura finanziaria data la sua variabilità.

Di avviso contrario è Vattermoli, le cui considerazioni sono a mio avviso da condividere perché molto attuali rispetto al quadro emerso dalla descrizione della situazione patrimoniale e finanziaria delle società italiane in seguito ai numerosi studi condotti dalla Banca d'Italia.

L'Autore, riflettendo sulla natura delle obbligazioni il cui rimborso è postergato per volere delle parti contraenti<sup>180</sup>, ha concluso affermando l'importanza che assumono *“per il corretto svolgimento dell'attività d'impresa, le diverse tipologie di finanziamento, ognuna delle quali destinata, in linea teorica, a svolgere nell'ambito della capital structure delle società, una determinata funzione o a soddisfare specifiche (ed anche, se del caso, contingenti) esigenze”*<sup>181</sup>.

---

<sup>179</sup> Cfr. M. Campobasso (2008), p. 443-444. Cfr. anche A. Penta (2010) in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo il quale parte della dottrina ritiene che *“mentre per un investimento di natura strutturale sull'azienda sarebbe più adeguato un aumento del capitale, per un investimento in operazioni temporanee si può giustificare un indebitamento”*.

<sup>180</sup> Ci si riferisce alla previsione di cui all'art. 2411, co. I c.c. che prevede che *“Il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società”* introdotto con la Riforma legislativa n. 6/2003.

<sup>181</sup> Cfr. D. Vattermoli (2012) p. 214-228. In sintesi, l'Autore ha sostenuto che Miller e Modigliani sono incorsi in errore non tenendo conto, almeno in un primo momento, delle conseguenze della deducibilità degli oneri passivi che incoraggiano il ricorso all'indebitamento. Il teorema originario venne ampliato nel 1963 introducendo il fattore imposte ma la valutazione finale fu la stessa: la struttura finanziaria non impatta sul valore dell'impresa che aumenta all'aumentare dell'indebitamento e fino al raggiungimento del punto di *trade-off*. Vattermoli ha, invece, osservato che fosse un errore non considerare anche altri fattori tra cui (i) l'ineliminabile asimmetria che caratterizza la posizione degli *stakeholders* rispetto a quella degli *shareholders*, in assenza della quale il problema della sottocapitalizzazione nominale non si sarebbe neppure posto, in quanto nessun creditore esterno concederebbe un finanziamento a una società sottocapitalizzata o, perlomeno, lo farebbe imponendo un costo per il finanziamento alto, fino a determinare – secondo Vattermoli – l'uscita dell'impresa dal mercato. Senza considerare, inoltre, che il ricorso all'indebitamento fa crescere il valore dell'impresa ma, contestualmente, l'aumento delle passività aggrava il rischio di insolvenza; (ii) fattori contingenti che vincolano lo strumento di finanziamento a cui ricorrere come la dimensione dell'impresa, le norme che fissano l'ammontare del capitale minimo e via di seguito; (iii) i *signaling effects* derivanti dall'emissione di nuove azioni in ordine alla diluizione del capitale sociale che influenzano le aspettative di rendimento futuro dei soci ampliando la necessità di concedere garanzie, determinando un potenziale irrigidimento della struttura finanziaria nonché spingendo gli amministratori a investire in progetti altamente rischiosi.

È per questo che l'Autore ha mostrato maggiore condivisione verso la *“Pecking Order Theory”* elaborata da S. Myers nel 1985 che, basandosi su risultati empirici e rimarcando il tema degli *agency costs*, ha individuato un ordine gerarchico degli strumenti di finanziamento ponendo all'apice il ricorso

In definitiva, la rilevanza dell'adozione di uno strumento finanziario al posto di un altro è a mio avviso rilevante per le sorti della società, soprattutto se il finanziamento è concesso, come prevede l'art. 2467 c.c., in un momento di crisi societaria.

Questo aspetto non può che rilevare anche in sede giudiziaria, luogo in cui, al fine di valutare l'applicazione della postergazione del rimborso del finanziamento del socio, occorrerebbe analizzare nel complesso anche la struttura finanziaria della società nel momento in cui il finanziamento è stato pattuito, e poi concesso.

Si potrebbe facilmente contestare che graverebbero sul procedimento giudiziario ulteriori costi ma tale approccio applicativo che potremmo reputare "globale" potrebbe invece restituire alla disciplina di cui all'art. 2467 c.c. un ruolo maggiore nel contrastare il fenomeno della sottocapitalizzazione e, in ultima analisi, di tutela dei creditori in quanto attribuirebbe ai soci, non una responsabilità da corretto finanziamento, ma una responsabilità da corretta individuazione dello strumento di finanziamento di cui la società, in quel preciso momento, necessita.

A sostegno di questa tesi si può osservare che l'art. 2467 c.c. è stato depurato degli elementi concorsuali; infatti l'art. 164, co. II, del CCII prevede che *"sono privi di effetto rispetto ai creditori i rimborsi dei finanziamenti dei soci a favore della società se sono stati eseguiti dal debitore dopo il deposito della domanda cui è seguita l'apertura della procedura concorsuale o nell'anno anteriore"*, acquistando in tal modo autonomia applicativa. La norma oggi riconduce il momento a decorrere dal quale il rimborso non ha efficacia al momento del deposito della domanda di accesso ad una procedura concorsuale, mentre l'art. 2467 c.c. fissava la decorrenza al momento della dichiarazione di fallimento. Se da un lato ne consegue una nuova e ampia dilatazione dei margini applicativi del rimedio della postergazione che adesso opererà per tutta la durata del procedimento di apertura della liquidazione giudiziale, a cui si somma l'anno precedente rispetto al quale il finanziamento è stato concesso, potrebbe essere l'occasione per mettere in guardia i giudici da applicazioni dilatorie.

---

all'autofinanziamento che consente alla società di sfruttare il rendimento dei propri investimenti per continuare a finanziare l'attività d'impresa, a cui segue il ricorso al debito esterno (bancario, soggetti terzi e soci) e solo infine il ricorso all'aumento del capitale proprio. Per un approfondimento si rinvia comunque all'elaborato S. Myers intitolato *"The capital structure puzzle"*, in *The Journal of Finance*, 1984, volume 39, pp. 575-592.

Lo spostamento, dunque, che non è solo “*un mero trasloco normativo*” – richiamando le parole di Campobasso<sup>182</sup> – fa certamente venire meno la principale argomentazione di quella parte di dottrina che sostiene la teoria processualistica, e con cui all’inizio dello studio di questa materia mi trovavo maggiormente d’accordo, lasciando nuovamente all’interprete, così come è già successo nel 2003 con l’introduzione dell’art. 2467 c.c., il compito di ricavarne le conseguenze applicative in un momento, oltretutto, di grandi cambiamenti dovuti alla pandemia da Covid-19<sup>183</sup>.

Non resta dunque che attendere le prime applicazioni giurisprudenziali in seguito all’entrata in vigore del CCII per capire il destino di una norma tanto controversa ma la cui tradizionale e amplissima applicazione è forse ormai anacronistica rispetto all’evolversi delle esigenze imprenditoriali.

---

<sup>182</sup> Cfr. M. Campobasso (2021) pp. 117-144.

<sup>183</sup> Analoga osservazione può essere mossa nei confronti dell’ordinamento tedesco che già nel 2008 ha trasferito nella legge fallimentare la disciplina dei finanziamenti anomali dei soci, abrogando completamente i § 32a e 32b del GmbH-Gesetz.

## CONCLUSIONI

Si è osservato che il fenomeno della sottocapitalizzazione nominale è un fenomeno ancora molto diffuso nel tessuto imprenditoriale italiano. E lo è, in particolare, con riguardo alle società di piccole dimensioni e in cui la compagine societaria è spesso a base familiare. Di ciò era consapevole il Legislatore del 2003 che ha introdotto la disciplina della postergazione del rimborso dei finanziamenti dei soci per contrastare eventuali comportamenti opportunistici dei soci che, in condizioni di sovraindebitamento avrebbero dovuto contribuire al risanamento della società tramite un conferimento.

Tale strumento rappresentava lo sforzo dell'ordinamento per porre un argine alla sottocapitalizzazione a tutela dei creditori.

Tuttavia nel formulare questa disposizione, il Legislatore ha rimesso all'interprete il compito di colmare molte lacune, lasciate volontariamente in sede legislativa. Tanto è stato motivo di rilevanti difficoltà interpretative che la copiosa produzione dottrinale ha tentato di risolvere.

Allo sforzo ermeneutico degli studiosi si deve il chiarimento in ordine al presupposto soggettivo che giustifica l'applicazione della postergazione del rimborso. Esso è stato individuato nella qualifica di socio, indipendentemente, al contrario di ciò che avviene in Germania, dalla quota societaria posseduta dal socio. Infatti, la percentuale di partecipazione al capitale sociale è stata ritenuta irrilevante rispetto agli ampi poteri informativi di cui godono i soci nella società a responsabilità limitata (e nei gruppi di impresa in cui la società madre esercita direzione di attività e coordinamento nei confronti delle società figlie, sottoposte al piano imprenditoriale individuato dalla capogruppo).

Quanto, invece, al presupposto oggettivo di applicazione rientrano tra i «*finanziamenti in qualsiasi forma effettuati*» tutti quei contratti in cui la causa è da individuarsi nella capacità di finanziamento della prestazione a favore della società. Per questo rientrano nella categoria il contratto di mutuo che si sostanzia nella dazione di una somma di denaro con obbligo di restituzione della stessa quantità ad una determinata scadenza ma anche, ad avviso della dottrina maggioritaria, i contratti di *lease-back*, il *leasing finanziario*, il contratto di locazione e d'affitto, la licenza per l'uso di brevetti e marchi. Infatti, a seconda dell'attività d'impresa condotta la possibilità di godere di un bene infungibile può rivelarsi ancor più utile per la riuscita del tentativo di superamento della situazione di crisi.

Tema su cui, invece, ancora oggi l'applicazione della disciplina è rimasta scivolosa è la possibilità che la postergazione operi solamente in fase di liquidazione o concorsuale, oppure anche durante la normale vita della società. Sulla base dello studio condotto si è optato per sostenere, almeno in un primo momento, che la regola della postergazione debba operare solamente in sede concorsuale ritenendo che l'applicazione della norma *durante societate* scorraggiasse il finanziamento da parte dei soci comprimendo la libertà di investimento

In un secondo momento dell'indagine si è dovuto però prendere atto della modifica dell'art. 2467 c.c. intercorsa ad opera del CCII, in seguito alla quale è stato eliso ogni elemento di carattere concorsuale dal codice civile e traslato nel codice della crisi. Tale spostamento imporrà nuove considerazioni da parte della dottrina e della giurisprudenza in ordine ai criteri applicativi.

Ma i maggiori dubbi interpretativi residuano in merito al criterio tramite cui quantificare l'eccessivo squilibrio tra indebitamento e patrimonio netto che renderebbe ragionevole un conferimento e non un finanziamento.

Certamente non è semplice quantificare l'eccessivo squilibrio e neppure la dottrina aziendalistica è in grado di indicare con precisione e certezza dei parametri quantitativi ma tali lacune sono state colmate principalmente dalla giurisprudenza con un inevitabile ampliamento dei margini applicativi della disciplina della postergazione del rimborso

La pandemia, tuttavia, ha riportato alla ribalta del dibattito il fenomeno della sottocapitalizzazione cui sono soggette una rilevante percentuale delle imprese, e ciò che è rilevante è che tale fenomeno è sempre più legato alle difficoltà di accesso al finanziamento agile e poco oneroso.

In questo l'Italia, come molti dei Paesi europei, sconta un tradizionale problema di ricorso al capitale proprio o al sistema bancario come strumenti di finanziamento, riponendo scarsissima fiducia nel mercato del capitale di credito.

A questo punto, nonostante la dottrina sostenga ormai il superamento delle tradizionali funzioni del capitale sociale, e in particolare quella di garanzia nei confronti dei creditori, le norme del codice civile sono ancora molto stringenti e non sembra che la riforma che condurrà (si spera) all'entrata in vigore del nuovo Codice della crisi d'impresa abbia recepito le nuove esigenze finanziarie che hanno spostato il *focus* dell'attenzione nella gestione d'impresa dalla patrimonializzazione alla finanziarizzazione.

Anzi, la sostanziale funzione di capitalizzazione attribuita allo strumento dei finanziamenti dei soci sembra aver subito un ulteriore irrigidimento nella misura in cui l'art. 2467 c.c. non fa più alcun riferimento alla disciplina concorsuale, spianando così la strada a chi sostiene che lo strumento della postergazione sia uno strumento di diritto sostanziale, oltre che processuale.

È innegabile che gli ordinamenti europei siano sistemi *creditor oriented* (e non *debtor oriented* come quelli statunitensi ad eccezione della California) in cui la tutela dei creditori è privilegiata rispetto alla tutela dei soci, nei confronti dei quali sembrano invece porsi con atteggiamento di diffidenza. Tuttavia l'esperienza dimostra che gli investitori stranieri quasi non comprendono le ragioni poste a fondamento della rigida *legal capital doctrine*, richiedendo strumenti alternativi tramite cui quelle regole possano essere, non eluse, ma superate per garantire la piena libertà di investimento.

Tali istanze non possono essere ignorate se l'obiettivo è la crescita del tessuto imprenditoriale italiano e la concorrenza in quelli internazionale molto più "liberale". Ed è per questo che si propone un uso più accorto della disciplina della postergazione dei finanziamenti dei soci nell'ottica di abbandonare progressivamente la diffidenza nei confronti dei *soci-imprenditori*.

D'altra parte, e in conclusione, ritengo che, come il Legislatore del 2003 abbia ritenuto di lasciare all'interprete (dottrina e giurisprudenza) il compito di colmare le lacune normative in modo da adattare la norma alle esigenze, oggi tale intento forse configura un'esigenza con l'auspicio che gli operatori del diritto si avvicinino sempre di più al mondo dell'impresa comprendendone ed assecondandone le esigenze.

## INDICE BIBLIOGRAFICO

**ABRIANI N.**, *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Il Diritto delle società oggi - Innovazioni e persistenze*, Studi in onore di Giuseppe Zanarone (a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca), Utet, Torino, 2011, p. 317-362

**ANGELICI C.**, *Diritto delle società e attuazione della II Direttiva C.E.E.*, in *Rivista di diritto civile*, 1986, I, pp. 549-564

**BALP G.**, *I finanziamenti dei soci sostitutivi del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Rivista delle società*, 2007, II-III, pp. 388-414

**BUSI C.A.**, *Capitale e patrimonio, S.p.a. – S.r.l, operazioni sul capitale. Il nuovo ordinamento dopo il D. lgs. 6/2003 e il correttivo D. lgs. 37/2004*, in *La riforma della società*, EGEA, 2004

**CAMPOBASSO M.**, *I finanziamenti dei soci*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2008, 4, pp. 441-454

**CAMPOBASSO M.**, *La disciplina dei finanziamenti dei soci postergati dopo il correttivo del codice della crisi*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo a cura di Concetto Costa in Impresa, Società, Crisi d'Impresa*, Vol. II, Tomo I Giappichelli, 2021, pp. 117-144

**CAMPOBASSO M.**, *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in *Commentario s.r.l. dedicato a G.B. Portale*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 238-266

**D'AIELLO G.M.**, *La disciplina concorsuale dei finanziamenti dei soci*, Tesi di dottorato, Catania, 2013, p. 14; pp. 52-54

**DE LUCA N.**, *Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law*, in *European company law*, Cambridge Press, Second edition, 2020, pp. 149 ss.

**DE LUCA N.**, *Riduzione del capitale ed interessi protetti. Un'analisi comparatistica*, in *Rivista di diritto civile*, 2010, 6, pp. 20559-20604

**DE RITIS RUBINO M.**, *Il finanziamento dei soci alle imprese in crisi tra postergazione e prededuzione del credito*, in *Giustizia Civile*, 2014, 3, pp. 741-770

**DENOZZA F.**, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The case against the European Legal Capital Rules)*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2002, V, 585-600

**DESANA E.R.**, *La sollecitazione all'investimento, i finanziamenti dei soci, i titoli di debito*, a cura di Marcella Serale, Le nuove s.r.l., Zanichelli, Bologna, 2008, vol. 1, p. 163-213

**DI SABATO F.**, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Morano Editore, 1965, p. 117 ss.

**ENRIQUES L. e MACEY J.R.**, *Creditors Versus Capital Formation: the case against legal capital rule*, in *86 Cornell Law Review*, 2001, pp. 1165-1220.

**FABIANI M.**, *Per la chiarezza delle idee su compensazione e postergazione*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2019, volume 33, 1, 35-78

**FENGHI F.**, *Capitale e oggetto sociale: osservazioni e problemi*, in *Rivista della Società*, 1979, III, pp. 590-598

**FERNANDEZ G.**, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l. e l'autonomia privata*, in *Rivista di diritto societario*, 2012, I, pp. 826-854

**FERRARA F. Jr.**, *Gli imprenditori e le società*, 1984, pp. 229 ss.

**FERRI G. JR.**, *Struttura finanziaria dell'impresa e ruolo del capitale sociale*, in *Rivista del notariato*, 2008, 4, 741-794

**FERRI G.**, *Sindacabilità da parte del giudice dell'omologazione della deliberazione di riduzione del capitale per esuberanza*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1977, II, pp. 337-339

**FORTUNATO S.**, *Capitale e bilanci nella s.p.a.*, in *Rivista delle società*, 1991, I, pp. 125-159

**GALGANO F.**, *Delle persone giuridiche*, in *Commentario al codice civile*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, artt. 11-35, *sub art.* 16, 1969, pp. 199 ss.

**GLIOZZI E.**, *L'imprenditore commerciale*, in Saggio sui limiti del formalismo giuridico, Il Mulino, 1998, pp. 133 ss.

**GOMMELLINI A.**, *Prestiti dei soci, società sottocapitalizzata e causa del contratto di mutuo*, in Rivista del diritto commerciale e del diritto delle obbligazioni, 1990 I, pag. 90

**LANDERS J.M.**, *A Unified Approach To Parent, Subsidiary, and Affiliate Questions in Bankruptcy*, in The University of Chicago Law Review, 1975, volume 42 number 4, pp. 600-605

**LATELLA D.**, *L'eclissi del capitale sociale ai tempi del COVID-19*, in Diritto ed economia dell'impresa diretto da L. M. QUATTROCCHIO, Giappichelli, 2020, 4, pp. 549-569

**MANNING B. e. HANKS J. JR.**, *Legal capital*, 3rd edition, 1990, p. 92.

**MARCO MAUGERI**, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Giuffré, Milano, 2005, pp. 1-292

**MAUGERI M.**, *Sottocapitalizzazione delle S.r.l. e "ragionevolezza" del finanziamento soci*, in Banca borsa titoli di credito, 2016, 2, p. 169-189

**MODIGLIANI F. e MILLER M.**, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in The American Economic Review, 1958, vol. 48, n. 3, pp. 261-297.

**MYERS S.**, *The capital structure puzzle*, in The Journal of Finance, 1984, volume 39, pp. 575-592.

**NICCOLINI G.**, *Il capitale sociale minimo*, Giuffré, 1981, 1-29

**OPPO G.** *Il decreto di attuazione in Italia. Rilievi sistematici*, in Rivista di diritto civile, 1986, I, pp. 555-579

**PAOLUCCI M.G.**, *sub art. 2467 c.c., Della società a responsabilità limitata*, in Commentario al Codice Civile, a cura di A. Scaloja e G. Branca, Bologna-Roma, 2014, pp. 282-304

**PEDERSOLI E.**, *Sulla nozione di "finanziamento" ai fini dell'applicazione della regola di postergazione*, in Giurisprudenza Commerciale, 2013, VI, 1202-1237

- PORTALE G.B.** *Lezioni pisane di diritto commerciale*, Pisa University Press, 2014, p. 49-67
- PORTALE G.B.**, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Rivista delle Società*, 1970, I, p. 33 ss.
- PORTALE G.B.**, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato di Colombo-Portale*, I\*\*, UTET, 2004, p. 1-166
- PORTALE G.B.**, *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 2003, VI, p. 663-682
- PORTALE G.B.**, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall'«importanza quasi-sacramental» al «ruolo di ferro vecchio?»)*, in *Rivista delle Società*, 2015, 5, pp. 814-834
- RACUGNO G.**, *Il capitale sociale nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle Società*, 2014, vol. 2, 13, pp. 9-21
- RIVOLTA C. G.**, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, 1982
- SILVA M.**, *In tema di impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale e scioglimento delle società di capitali*, in *Consiglio Nazionale del Notariato*, Studio n. 237-2014/I, approvato dall'Area Scientifica – Studi d'Impresa il 9 luglio 2014 e dal CNN il 9 settembre 2014
- SIMONETTO E.**, *La riduzione del capitale esuberante*, in *Rivista delle Società*, 1966, II, p. 438.
- SPADA P.**, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario. Atti del Convegno di studi Padova-Abano Terme (5-7 giugno 2003)*, a cura di G. Cian, Cedam, 2004, pp. 29-49
- SPOLIDORO M.S.**, *Indicazione obbligatoria del capitale negli atti e nella corrispondenza*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1989, II, p. 304
- SPOLIDORO M.S.**, voce *Capitale sociale*, in *Enciclopedia del diritto.*, Aggiornamento, vol. V, Giuffrè, Milano, 2000, pp. 208

**TANTINI G.**, *I nuovi minimi di capitale: riforme effettive e apparenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1978, I, pp. 271-273.

**TERRANOVA G.**, *sub art. 2467 c.c.*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, Jovene Editore, 2004, pp. 1449-1491

**TOMBARI U.**, *Apporti spontanei e prestiti dei soci nella società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum* a cura di G.F. Campobasso, I, Torino, 2006, p. 560.

**U. HOMMELHOFF L.**, *Nachrangiges Haftkapital und Unterkapitalisierung in der GmbH* citato in G. B. Portale, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, Trattato di Colombo-Portale, I\*\*, UTET, 2004, pag. 101, nota 172.

**VATTERMOLI D.**, *La subordinazione volontaria nella finanza ordinaria*, in *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Giuffrè, 2012

**XERRI G.**, *Conferimenti e capitale*, in *Commentario s.r.l. dedicato a G.B. Portale*, Milano, Giuffrè, 2011, pp., 138-147

**ZANARONE G.**, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista della società*, 2003, I, p. 58-111

**ZANARONE G.**, *sub art. 2467 c.c.*, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario al Codice Civile fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli*, Milano, 2010, 439-465

**ZAPPA G.**, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1957, II, p. 567.

## INDICE SITOGRAFICO

**DE SOCIO A., NARIZZANO S., ORLANDO T., PARLAPIANO F., RODANO G., SETTE E. e VIGGIANO G.**, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, in *Note Covid-19 del 13 novembre 2020*, Banca d'Italia Eurosystem, reperibile al seguente link: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2020/index.html>

**MARUCCI D.** (allora responsabile linea corporate UnipolSai) per il CINEAS, *La cultura del rischio nelle medie imprese italiane: un investimento necessario*, 26 marzo

2021, reperibile al seguente *link*: <https://www.cineas.it/news/la-cultura-del-rischio-nelle-medie-impresе-italiane-un-investimento-necessario/>

**ORLANDO T. e RODANO G.**, *Firm undercapitalization in Italy: business crisis and survival before and after COVID-19*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia Eurosystema, 23 dicembre 2020, n. 590 e reperibile al seguente *link*: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0590/index.html>

**PENTA A.**, *Il problema della sottocapitalizzazione nelle s.r.l.*, 2010, doc. n. 195, sez. II e reperibile al seguente *link*: [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

**GmbHG**: [https://www.gesetze-im-internet.de/englisch\\_gmbhg/index.html](https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_gmbhg/index.html)

**Insolvenzordnung**: [https://www.gesetze-im-internet.de/englisch\\_inso/index.html](https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_inso/index.html)

#### INDICE DELLA GIURISPRUDENZA CONSULTATA

Cass. Civ., 24 luglio 2007, n. 16393, in *Leggi d'Italia*

Cass. Civ., 23 febbraio 2012, n. 2758, in *Leggi d'Italia*

Cass. Civ., 16 maggio 2012, n. 7692, in *Leggi d'Italia*

Cass. Civ. 19 luglio 2012, n. 12539, in *Leggi d'Italia*

Cass. Civ., 20 settembre 2012, n. 15944, in *Leggi d'Italia*

Cass. Civ., 7 luglio 2015, n. 14056, in *Leggi d'Italia*

Cass. Civ., 20 giugno 2018, n. 16291, in *Leggi d'Italia*

Trib. Milano, sez. spec. imprese, 6 febbraio 2015, n. 1658 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Trib. Milano, 28 luglio 2015, n. 9104, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Trib. Torino, sez. spec. imprese, 21 marzo 2016, in *Leggi d'Italia*

Trib. Milano, sez. spec. imprese, 14 settembre 2021, n. 7286, in *Leggi d'Italia*

Trib. Firenze, 21 dicembre 2021, n. 3302, in [www.legaltweet.it](http://www.legaltweet.it) con commento di Alessandro De Nicola

Trib. Napoli, 8 luglio 2021, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2022,  
pp. 469-496 con commento di Gloria Marino