

Marco Saverio Spolidoro

**«PRINCIPI E PROBLEMI» DELLE
SOCIETÀ PER AZIONI NEL LIBRO
DI CARLO ANGELICI
(RECENSIONE DEL LIBRO DI
CARLO ANGELICI, LA SOCIETÀ
PER AZIONI, T. I, PRINCIPI E
PROBLEMI, IN TRATTATO DI
DIRITTO CIVILE E COMMERCIALE
CICU-MESSINEO, MILANO,
GIUFFRÈ, 2012)**

Estratto



« Principi e problemi » delle società per azioni nel libro di Carlo Angelici **

1. L'opera inaugura una serie di quattro volumi che dovrebbero esaurire lo studio delle società per azioni in uno dei più venerabili trattati italiani di diritto civile e commerciale: a completarla sono chiamati Giuseppe Ferri jr. (struttura patrimoniale e finanziaria della società), Mario Notari (dinamiche delle società e delle singole partecipazioni sul mercato) e Mario Stella Richter (assetti organizzativi e processi decisionali). Il primo volume è senza dubbio un manifesto della Scuola romana di Giuseppe Ferri e Paolo Ferro-Luzzi (1), di cui Angelici è, al tempo stesso, uno degli eredi e dei maestri. Tuttavia, se è lecito un paragone, questo libro ricorda le « Dottrine generali di diritto civile » di Francesco Santoro Passarelli.

Con questo riferimento, naturalmente, non si vogliono né si possono negare le importantissime differenze tra il classico modello e il lavoro di Angelici, a cominciare, per rimanere ai dati estrinseci, dal taglio problematico della trattazione e dalla straordinaria completezza delle informazioni fornite da Angelici nelle note, che testimoniano, se mai occorresse, il completo dominio delle fonti italiane e straniere.

È però dal punto di vista della « funzione » che l'accostamento diventa lecito. L'opera di Angelici mi sembra infatti destinata a svolgere il ruolo che

(*) Professore ordinario di Diritto industriale, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

(**) Carlo ANGELICI, *La società per azioni*, t. I, *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2012, pp. XIV-579.

(1) Sulle Scuole romane e sul contrattualismo « moderato » di Giorgio Oppo mi hanno cortesemente corretto G. Scognamiglio e G. B. Portale, che hanno letto un brogliaccio di questo scritto. Alla prima si deve un'opportuna precisazione al riguardo (G. SCOGNAMIGLIO, *Tutela del socio e ragioni dell'impresa nel pensiero di Giorgio Oppo*, in *Banca borsa*, 2012, I, 1 ss.) in replica ad A. MAZZONI, *L'impresa tra diritto ed economia*, in questa *Rivista*, 2008, 649 ss.

ebbe (e in parte ancora mantiene), per i giovani che si avviavano allo studio del diritto privato, lo studio del libro di Santoro Passarelli: rappresentare un momento di crescita intellettuale e di confronto per chiunque oggi intenda dotarsi di una solida cultura *scientifica* nel campo del diritto commerciale e più specificamente in quello del diritto della grande impresa organizzata come società azionaria, attraverso il dialogo (che non necessariamente si traduce in consenso) con la più coerente e tersa esposizione di un punto di vista fortemente caratterizzato.

Come accade inevitabilmente ad opere di questo genere, il libro di Angelici suscita tanta ammirazione quanto sollecita interrogativi e contrasti. In questo mio scritto, originariamente concepito come « scheda » per la nostra Rivista, ma poi cresciuto oltre i limiti della rubrica, l'opera di Angelici sarà seguita passo dopo passo (§§ 2-10). Negli ultimi paragrafi dello scritto (§§ 11-18) troveranno spazio alcune riflessioni critiche.

2. Nell'introduzione (prime 18 pagine) vengono presentate le linee di fondo della trattazione. Il punto di avvio è che la società per azioni è al centro di diverse tradizioni e linee di sviluppo; che in essa convivono differenti funzioni e modelli; che tuttavia in essa si esprime una dialettica che si colloca più sul piano della dinamica che sul piano della concettualizzazione statica, in quanto i poli del discorso sono due forme di produzione di ricchezza, l'industria e la finanza.

Date queste più che condivisibili premesse, l'A. enuncia il suo programma « d'indagine », che egli intende svolgere « mediante un confronto » tra le categorie concettuali della *personalità*, dei *diritti* e del *contratto* e « la realtà giuridica della società per azioni ». Si tratta evidentemente di una scelta che delimita la prospettiva del lavoro, preannunciandone anche l'indirizzo culturale: a ben vedere, infatti, nel mettere in luce la necessità del *confronto*, è già assunta come tesi la rivendicazione dell'*alterità* della realtà giuridica della società per azioni, fenomeno da cogliere eminentemente sul piano dell'attività e dell'organizzazione, rispetto a ciò a cui si riferiscono in senso proprio le categorie fondamentali del diritto civile patrimoniale classico (persona, proprietà e contratto).

L'opera appartiene dunque a una linea di pensiero che continua a reclamare l'autonomia del diritto della (grande) impresa rispetto al diritto privato, al di là dell'unificazione dei codici.

3. Il capitolo I è intitolato « La "proprietà" » (60 pagine). Constatato il valore ideologico del riferimento alla proprietà — intesa peraltro secondo la concezione economica che vede nel proprietario il *residual claimant* e il detentore del *residual power of control*, in un contesto nel quale l'incertezza dei risultati dell'attività si traduce in un'inevitabile *incompletezza dei contratti*

— Angelici proclama che il suo discorso non può che svolgersi sul piano tecnico-giuridico.

Questo piano richiede di collocare le caratteristiche proprie della proprietà dell'impresa (*residual power of control e right to residual earnings*) fra le « situazioni soggettive » e, per questa ragione, di analizzare la prospettiva dell'azione, in primo luogo, come « partecipazione » e, in secondo luogo, come « bene di secondo grado ».

In quanto partecipazione, dice l'A., l'azione si definisce mediante una suddivisione in parti uguali del capitale sociale, indicato nello statuto e nell'assegnazione di tali parti ai soci in proporzione del loro conferimento (o in base ad altro criterio); dal numero delle azioni assegnate dipende il *quantum* dei diritti dei soci (p. 29). Chiaramente, se nell'azione si ravvisa lo strumento organizzativo di un rapporto e non l'oggetto di una relazione tra singoli, ci si contrappone alla ricostruzione dell'azione come oggetto di uno « scambio »: sia esso uno scambio tra società e sottoscrittore (al momento dell'emissione), sia esso uno scambio tra venditori e compratori (nella successiva circolazione all'interno o all'esterno di un sistema organizzato di scambi di mercato).

La priorità dell'azione rispetto al socio è peraltro *anche* la premessa di una possibile ipostatizzazione delle azioni, vale a dire del poterle pensare come « cose », e in particolare come « strumenti finanziari ». In ciò sarebbe anzi ravvisabile un capovolgimento di prospettive, in quanto l'azione diventa essa stessa in qualche modo indipendente dal socio, non solo misura del suo diritto, ma elemento al quale l'organizzazione societaria guarda « indipendentemente » dal socio che ne sia titolare.

« Non vi è dubbio », scrive Angelici, « che quelli sommaria mente descritti sono essenzialmente processi mentali i quali, volti a concettualizzare la vicenda azionaria, denunciano in primo luogo e soprattutto l'ideologia dell'interprete » (p. 37); secondo l'A., tuttavia, essi pongono comunque al centro della scena il tema dell'appartenenza, vale a dire della *proprietà*.

In questa prospettiva, se è vero che l'azione è un bene appartenente al socio, occorre segnalare che lo è nel quadro di una particolare configurazione del concetto di proprietà, che rimanda all'organizzazione sociale ed alle proprietà « della » società.

Le azioni si presentano dunque, secondo questa particolare configurazione, come « beni di secondo grado »: infatti, per mezzo della partecipazione alla società, il socio partecipa al patrimonio della società. Da questo punto di vista, il tema della proprietà azionaria si salda a quello della personalità giuridica della società per azioni, confermando (secondo Angelici) la scissione del piano organizzativo, nel quale in linea di principio l'azione è partecipazione, da quello dei rapporti interpersonali, in cui l'azione è pensabile come un « bene » appartenente al socio che ne è il proprietario.

Adottando dunque il punto di vista specificamente societario, occorre indagare anzitutto per stabilire in qual senso preciso si possa dire che l'a-

zionista "partecipa" alla società: e qui Angelici esprime (anzi, conferma) la sua critica ad ogni tentativo di riportare la tematica delle s.p.a. alle categorie contrattuali, allo scopo comune piuttosto che a doveri fiduciari nascenti da impegni contrattuali dei soci: anche nella loro versione più oggettiva (dove allo scopo comune si sostituisce l'*attività comune*), questi concetti sono per lui troppo generici. Essi sono tanto deboli, da non permettere deduzioni che non si trovino subito in contrasto con una realtà empirica: realtà nella quale non si ravvisa alcun dovere del singolo azionista di cooperare allo scopo sociale e si riscontra, al contrario, l'interferenza di non soci nell'attività sociale.

Proseguendo la sua critica, l'A. contesta la teoria del *nexus of contracts*, della quale egli denuncia l'insufficienza giuridica « senza di necessità contestarne la plausibilità al fine di una descrizione e concettualizzazione della vicenda economica » (p. 50). Tale insufficienza giuridica viene ravvisata dall'A. sulla base di un'argomentazione che parte dalla distinzione fra rapporti interni ed esterni (la cui essenzialità viene illustrata contrapponendo il "diritto agli utili" al "diritto al dividendo"), per poi approdare alla franca ammissione che il *presupposto* della critica è « di ordine dogmatico, ma in realtà (anche, se non soprattutto) ideologico », e in particolare consiste nella persuasione che « gli schemi concettuali elaborati per i rapporti interindividuali non siano pienamente adeguati per la comprensione di vicende interindividuali come quella della società per azioni, che richiederebbero perciò di essere pensate in modo diverso » (p. 52).

La considerazione dei diritti e dei poteri dei soci non può allora prescindere dalla distinzione tra quelli che spettano in sede collettiva e quelli che possono esercitarsi individualmente. L'inserimento nella società del potere del socio sottolinea, secondo l'A., l'insufficienza della prospettiva interindividuale, mettendo viceversa al centro dell'attenzione le tecniche di tutela dei soci. « Agevole è in particolare osservare che, quando il problema si pone all'*interno* della società, vengono diversamente declinati i modi di reazione a quei due tipi di comportamenti, se si vuol dire alla lesione del diritto che ne deriva: quelli che in sede generale si avvalgono degli schemi da un lato dell'*inefficacia*, dall'altro della *restituzione* e/o del *risarcimento* » (p. 61).

In particolare, l'impugnativa si caratterizza come un contropotere dell'azionista, il cui esercizio (con efficacia collettiva) è il tramite necessario per rendere inefficace l'atto impugnato verso il singolo; a ciò fa da completamento la tendenziale riduzione (ma non l'annientamento) dell'area dell'inefficacia, che finisce per coprire solo le ipotesi in cui gli organi della società « escano dalla loro competenza », al punto che non si possa neppure parlare di scorretto esercizio del potere, ma di vera e propria mancanza di potere.

Sull'altro versante, quello dei rimedi risarcitori, le specificità della materia societaria si colgono, intanto, nella puntualizzazione del danno nel valore della partecipazione, e non nel riflesso del comportamento sul patrimonio del danneggiato. In secondo luogo, la fungibilità del rimedio risarcitorio rispetto

a quello demolitorio, postulato dall'art. 2377 c.c., inverte la prospettiva tradizionale e assume importanza centrale, posto che, da una parte, conferma la dimensione collettiva dell'impugnazione, mentre dall'altro lato fa emergere un principio di ben più ampia portata: il principio per cui « quando un danno del tipo rilevante per l'art. 2377 c.c. non è ravvisabile, la tutela sostanzialmente si vanifica » (p. 73).

Ne segue che — in armonia con i risultati delle più raffinate riflessioni della dottrina costituzionale in tema di garanzie della proprietà azionaria — Angelici può formulare una tesi assai incisiva: « mentre gli altri interessi predicabili per l'azionista possono essere in diverso modo e forma sottoposti al "potere" della società, l'appartenenza di quel valore [del valore oggettivo dell'azione: NdR] è a questo in ogni caso sottratta; la sua salvaguardia può rappresentare anzi un presupposto della possibilità in concreto di incidere su quegli altri interessi » (p. 75 s.).

4. Si giunge così al capitolo dedicato alla personalità giuridica della società azionaria (è il secondo dell'opera, e comprende 60 pagine). L'indagine muove dalla recensione delle ideologie e delle ragioni culturali che si pongono alla base della nozione stessa della personalità giuridica, illuminandone il nesso con la dogmatica del diritto soggettivo, ma anche chiarendo il distacco fra persona fisica e persona giuridica. Su tale base, l'A. richiama la dialettica fra due possibili poli del discorso: l'uno che (sottostimando la spersonalizzazione dell'investimento azionario) « paga » l'accostamento delle società azionarie al paradigma della società estendendo il concetto di *personalità morale* a tutte le società, ma diluendone la rilevanza; l'altro che, ponendo l'accento sul divario fra socio e società, tende a costruire la personalità giuridica sull'esempio della società azionaria, trascendendo il modello puramente obiettivo (ma forse tale solo in apparenza, come mostrano recenti riletture) della *Gesamthand*.

Esprimendo un punto di vista pragmatico, l'A. utilizza le sue acquisizioni concettuali confrontandole anzitutto con il tema dell'interesse sociale: tema che esibisce, da sempre, la contraddittorietà del tentativo di puntualizzare quella che, in definitiva, è una *funzione* (il dovere che si accompagna ad un potere i cui risultati hanno rilievo collettivo) esprimendola tuttavia in termini soggettivi, vale a dire concettualizzando appunto l'esistenza un supposto interesse della società (o dell'impresa).

Anche la contrapposizione fra contrattualismo e istituzionalismo, e fra le diverse varianti dei due orientamenti, può esser così vista in nuova luce, precipuamente avvertendo che nelle due concezioni è « comune l'esigenza di definire i criteri per la soluzione dei conflitti che possono presentarsi in un contesto caratterizzato da un *pluralismo* di interessi: disciplinare così i poteri cui tale compito è affidato. Diversi sono invece i confini assegnati al problema: nella visione "contrattualistica" essi vengono circoscritti agli interessi pen-

sabili come degli azionisti, trattandosi allora di risolvere i conflitti risultanti dalla loro possibile eterogeneità; in quella "istituzionalistica" la considerazione viene estesa (anche ad altri interessi coinvolti nell'attività sociale, ed il discorso non si limita alla ricerca di un punto di equilibrio fra gli interessi degli azionisti, ma riguarda pure quelli di ulteriori categorie» (p. 101).

Si comprende allora la centralità del « luogo » del conflitto: l'assemblea, per i conflitti fra soci; l'organo amministrativo, per i conflitti che coinvolgono i terzi.

Ora, è da ritenere (secondo Angelici) che i conflitti sociali non sempre diano luogo a un conflitto d'interessi, ma in molti casi (per cui viene proposta la rubrica di "conflitti interni") siano espressione dell'eterogeneità degli interessi sociali. Il vero conflitto d'interessi si pone in realtà in termini che « non pongono l'esigenza di definire *positivamente* un "interesse sociale" » (p. 107), rinviando solo ad ipotesi nelle quali il socio disponga di una propria posizione, estranea rispetto alla società, e in cui « ciò potrebbe consentire all'azionista forme di arricchimento individuali indipendenti dall'investimento azionario, anzi a *costo* di esso » (p. 108). Anzi, secondo l'A., è sufficiente a integrare il requisito legislativo del danno potenziale il mero fatto che il voto (o più precisamente il conflitto) abbia effettivamente influito sul contenuto della deliberazione, di modo che, conclusivamente « è decisiva la corrispondenza della deliberazione all'interesse in conflitto, non di per sé la sua contrarietà ad un interesse sociale » (p. 110).

I « conflitti interni » sono risolti, di regola, dalla maggioranza. Non può essere diversamente, quando si tenga fede al presupposto della spersonalizzazione delle partecipazioni azionarie: ciò anzi impedisce, di per sé, perfino di impostare su base contrattuale la discussione sulla base di pretesi reciproci obblighi di correttezza, buona fede, uguaglianza di trattamento personale, ovvero dell'obbligo di fedeltà. Se si vuol superare la spersonalizzazione, occorre ricercare indici fattuali (patti parasociali o altri, quali la conoscenza delle condizioni individuali della controparte) che dovrebbero richiedere al socio in conflitto di « tener conto », nella sua decisione, di un proprio specifico dovere di solidarietà verso un suo collega, senza che in ciò abbia parte l'eventuale valutazione in positivo dell'interesse della società a tale deliberazione.

In conclusione, la composizione dei conflitti d'interesse si risolve nella regola della maggioranza, alla quale si pongono tuttavia « una serie di limiti: sia nel senso di impedire che, in situazioni di oggettiva riconoscibilità di interessi extrasociali, [essa] divenga strumento per la loro realizzazione a costo della società; sia nell'altro di richiedere, quando il concreto assetto societario fornisce indici tali da giustificare l'individuazione di relazioni "personali" fra gli azionisti, che di esse "si tenga conto" e si tenga conto, quindi, anche di loro interessi non immediatamente rilevanti in una oggettiva considerazione delle azioni » (p. 127).

Se però si condivide questa conclusione, pare evidente che « la prospettiva è, in definitiva, quella di un *potere* e delle *regole*, allora organizzative, che presiedono al suo esercizio; non della tutela di un predefinito interesse » (p. 127). In questa stessa prospettiva — quella dell'organizzazione — si può dunque trovare più generalmente una chiave per interpretare e valutare i comportamenti della società: sia per imputare alla società stati soggettivi di buona fede o conoscenza, sia per ascrivere colpa o dolo nella disciplina dell'illecito civile. Questi fenomeni, ci dice Angelici, non possono che essere apprezzati come problemi di organizzazione e di adeguatezza, semmai, dell'organizzazione. Si tratta del « possibile coinvolgimento di un patrimonio destinato ad un'attività a seguito degli illeciti che si verificano nel suo svolgimento » (p. 137); non è invece sufficiente né convincente ricondurla a rapporti fra differenti persone (ed alla tematica della responsabilità per fatto altrui).

5. « Il patrimonio e la responsabilità »: questo è il titolo del terzo capitolo (52 pagine). Il tema viene affrontato a partire dalla concezione che del patrimonio fa una proiezione della personalità, per constatare immediatamente come in realtà l'*unità* del patrimonio può essere garantita (a prescindere dal riferimento ad un soggetto) tramite il concetto di *funzione*. Diventa allora possibile distinguere fra disporre del proprio diritto (assegnandolo a un soggetto) e destinare un proprio bene (assegnandolo a un patrimonio). In base all'osservazione secondo cui in ambedue i modelli convivono elementi finalistici e di alterità della sfera giuridica, descrivere il fenomeno facendo ricorso alla figura della personalità giuridica ovvero della figura del patrimonio destinato può non portare a risultati confliggenti: « il che, si potrebbe osservare, fa sì che la scelta in proposito derivi essenzialmente da un giudizio di *convenienza* relativo allora alla specifica ipotesi e al singolo problema » (p. 144). In ambo i casi, tuttavia, la scelta è orientata dall'organizzazione dell'attività, dimodoché, dove « si realizza un assetto organizzativo tale da rendere irrilevante la persona del socio », vale a dire di un'organizzazione spersonalizzata, « quel giudizio di convenienza può plausibilmente condurre il discorso in termini di (un'altra) "persona" » (p. 145); viceversa, per vicende per le quali manchino paralleli con le persone fisiche (fusioni, trasformazioni e scissioni), può esser più adeguato discutere di un « mutamento della "destinazione" del patrimonio », piuttosto che di estinzione e di successione di persone giuridiche, in omaggio alla valorizzazione della funzione di assicurare la continuità dei rapporti (p. 145).

« In definitiva: la possibilità di pensare un "patrimonio", quindi unitariamente, prescindendo dal riferimento naturalistico ad una persona fisica, presuppone la sua destinazione ad un'attività; e presuppone, naturalmente, la rilevanza per l'ordinamento della decisione di autonomia privata volta a determinarla » (p. 146).

L'alterità della persona giuridica è peraltro posta su un gradino più alto della separazione patrimoniale conseguente alla destinazione: gradino che si descrive tramite un confronto fra patrimoni destinati e società unipersonali, dal quale emerge come decisivo il profilo della presenza, nelle seconde, di propri organi, mentre sfuma l'importanza della responsabilità limitata.

Riguardo alle limitazioni della responsabilità, ciò che Angelici sottolinea è che esse non sono da intendere soprattutto come mezzo di « esternizzazione » dei rischi d'impresa, quanto come strumento di contenimento dei *transaction cost* che dovrebbero essere affrontati in una negoziazione individuale con ogni singolo creditore, nonché come funzionali ad un'organizzazione che separa la funzione gestoria dall'investimento e spersonalizza le partecipazioni a favore della loro negoziabilità sui mercati finanziari.

« Decisivo è così il modo in cui l'attività è organizzata e, in particolare, la collocazione che rispetto ad essa assume l'azionista » (p. 163): l'importanza di questo rilievo si collega al tema della responsabilità del socio, specie per i danni da fatto illecito imputabile alla società, giacché nelle società per azioni (dove il coinvolgimento personale del socio nell'attività non è previsto) « l'attività sociale è svolta sulla base di un modello organizzativo che, specie per quanto concerne l'eventualità di fatti illeciti nei confronti di terzi, la pone su un piano di "alterità" rispetto all'azionista e al suo patrimonio "personale" », di modo che « essendo in generale limitata la sua partecipazione al rischio imprenditoriale, un'eventuale responsabilità [del socio] per illecito [sociale] necessariamente dovrebbe presupporre l'imputabilità ad esso dei relativi comportamenti » (p. 165).

Di qui l'A. trae lo spunto per affermare che il « superamento » della separazione patrimoniale (*piercing the veil* o altra tecnica diretta al medesimo risultato) presuppone, da un lato, che ricorrono ipotesi in cui la spersonalizzazione non è presente (o, almeno, in cui il ruolo personale del socio riacquista centralità), dall'altro, che vi siano comportamenti non tipici e in questo senso abusivi, o tali da esigere — come nel caso della responsabilità da direzione e coordinamento — una valutazione « complessiva » dell'attività, alla stregua di un criterio di correttezza. La stessa chiave di lettura vale per la c.d. responsabilità per « sottocapitalizzazione » o per (procurata) insolenza.

La commistione di patrimoni e la sottocapitalizzazione, infatti, non si puntualizzano in singole lesioni di diritti della società, ma in comportamenti scorretti o inefficienti, specie nelle situazioni di « crisi finanziaria », attuale o potenziale, della società, tali da provocare la crisi o da aggravarla o non risolverla, pregiudicando la continuità dell'impresa. Si comprende, peraltro, secondo Angelici, la tendenza a tradurre queste fattispecie in una responsabilità interna (volta alla reintegrazione del patrimonio sociale) più che al superamento vero e proprio della responsabilità limitata.

6. L'indagine si estende nel quarto capitolo al « Contratto » (quasi novanta pagine). Anche in questo caso, osserva l'A., è evidente ed è stato subito avvertito dalla dottrina lo scarto fra la figura del contratto, modellata sulle operazioni di scambio e su uno sfondo individualistico, e quella dell'atto di autonomia che dà origine ad un'organizzazione di attività. Angelici non solo richiama concetti già spesso ripetuti, ma invita anche a riflettere sul ruolo dell'autonomia privata e del contratto, quest'ultimo da intendere come « forma » che consente all'autonomia privata di essere « riconosciuta dall'ordinamento ».

L'A. osserva a questo punto che non si può escludere che la cooperazione fra ordinamento e autonomia possa esprimersi con strumenti diversi dal contratto o che la cooperazione stessa assuma (come in genere per i fenomeni associativi) un taglio « diverso », più intensamente oggettivo, in relazione alla rilevanza che l'atto ha nei confronti dei terzi.

« Ne risulta, nella ricerca del significato delle regole stesse private », che concernono le società per azioni, « una sorta di dialettica fra autonomia ed eteronomia: non tanto, ovviamente, per quanto concerne la loro fonte, quanto con riferimento al loro modo di operare: il che corrisponde ad una caratterizzazione della società per azioni in primo luogo e soprattutto come un sistema organizzato di "poteri": poteri che si pongono come tali pure rispetto a chi vi partecipa » (p. 205).

Un riscontro di queste riflessioni viene dal riferimento all'analisi economica del diritto e alle teorie coasiane dell'impresa (come organizzazione gerarchica in competizione con la negoziazione diffusa) ed alla più recente e "liberale" ricostruzione dei rapporti di impresa come *nexus of contracts*: l'A. intuisce che vi è di comune il tentativo di una considerazione unitaria delle regole organizzative, a prescindere dalla loro fonte (legge o autonomia) e dal grado d'imperatività. Di qui nasce il compito di verificare se davvero nella disciplina della s.p.a. la legge abbia un ruolo di assistenza all'autonomia privata e in che senso può riconoscersi un comune modo di operare delle regole, pubbliche e private.

Sulla base di una rapida ricognizione di esempi, storici e contemporanei, nazionali e stranieri, l'A. distingue vari modelli di cooperazione, mostrando come la dialettica fra libertà e autorità non si esaurisca nella contrapposizione fra le due: a volte l'autorità è *enabling*, nel senso che dà all'autonomia privata effetti che, da sola, non le competerebbero; altre volte l'autorità impone in qualche modo al privato di scegliere fra diverse opzioni; altre ancora di adottare una soluzione, senza obbligo di esercitarla, verso uno o più modelli legislativamente previsti (c.d. *Regelungsauftrag*).

In altra direzione, si può constatare come « le regole, di nuovo sia quelle dell'ordinamento sia quelle private, decisamente e necessariamente contribuiscono a creare il contesto in cui le negoziazioni possono avvenire » (p. 222): non solo nel senso, forse scontato, che legge e statuto devono regolare in modo standardizzato le azioni, rendendole negoziabili e comparabili su un

mercato secondario, ma anche nel senso che occorre dare rilievo anche all'organizzazione di prassi, cui contribuiscono anche istituti autodisciplinari. Tutto ciò peraltro deve aver luogo in piena coerenza con quella spersonalizzazione dell'organizzazione e della partecipazione azionaria che è il tratto distintivo più autentico della s.p.a., almeno secondo Angelici.

L'attenuazione del ruolo delle norme inderogabili, risultante dall'allargamento degli spazi di autonomia (da una parte) e dalla concorrenza dei mercati (dall'altra parte), si accentua se poi si introduce la possibile concorrenza fra ordinamenti: concorrenza che si è progressivamente compiuta anche sulla spinta delle istituzioni europee e dell'applicazione delle libertà comunitarie.

Un altro fronte dialettico fra contratto e legge può inoltre aprirsi riguardo al tema dei contratti parasociali. Statuto e patti parasociali contribuiscono all'individuazione del senso complessivo dell'operazione societaria, ma lo fanno in modo diverso e secondo regole diverse. In particolare, Angelici ritiene che lo statuto non definisca solo interessi negoziali, ma anche (e in senso oggettivo) l'azione intesa come partecipazione sociale; al contrario, i patti parasociali « personalizzano » il rapporto sociale.

Così si spiega anche perché la stessa regola possa essere ora « statutaria » ora « parasociale », a seconda dell'orientamento dell'autonomia privata; e perché i criteri di valutazione dell'ordinamento possano essere diversi a seconda che si tratti di giudicare dal punto di vista dell'organizzazione — oggettiva e spersonalizzata — della società, ovvero da quello — individuale e soggettivo — del socio (si pensi al problema dei sindacati di voto ed ai limiti di applicazione del divieto del patto leonino alle opzioni put e call aventi ad oggetto partecipazioni).

« La distinzione fra statuto e "patti parasociali" implica così la scomposizione di una vicenda che da un punto di vista negoziale potrebbe apparire (e in un certo modo è) unitaria. Ancora più urgente diviene perciò la ricerca dei criteri sulla cui base operarla in concreto » (p. 249). In questo senso, assume ruolo centrale anzitutto la collocazione della clausola, giacché (per definizione) non ha valore statutario il patto che non ha la forma e la pubblicità dello statuto; ma un ruolo è anche da riconoscere al contenuto del patto, perché (se è riferita ad una persona) la clausola inserita nello statuto può comunque essere considerata "parasociale".

In particolare, lo statuto può solo attribuire poteri a chi possiede le azioni, non diritti all'azionista; né all'azionista può imporsi un obbligo sociale, al di là del conferimento, salva la possibilità che diritti e obblighi personali siano attribuiti o imposti per mezzo di pattuizioni parasociali. D'altra parte lo statuto è oggi anche il « luogo » in cui possono essere fondate *pretese* verso la società, come quella dei titolari di strumenti finanziari partecipativi. Questi ultimi, peraltro, secondo l'A. sono caratterizzati dall'essere *titoli di massa*; e in questo senso si può recuperare, anche per loro, la caratteristica dell'*impersonalità*.

In conclusione, « la sensazione è, su un piano generale e di estrema sintesi, che una regola privata sia in grado di assumere il rilievo proprio di quelle statutarie quando, oltre a soddisfare i prescritti requisiti di forma e pubblicità, il suo contenuto corrisponde a caratteristiche di "impersonalità". Il che in ogni caso presuppone la possibilità di intenderla per il suo riferimento a operazioni di massa; e presuppone inoltre, quando riguarda l'investimento propriamente azionario, trattarsi di situazioni non riducibili allo schema del rapporto obbligatorio, ma essenzialmente da comprendere alla luce del sistema dei "poteri" da cui la società risulta » (pp. 258-260).

Su questa base, l'ipotesi dell'inserzione nello statuto di clausole parasociali per il loro contenuto (clausole dunque estranee al sistema dei poteri al quale secondo Angelici si riduce l'organizzazione) non dà luogo a una conversione o riqualificazione della società, ma semmai a nullità parziale, o inefficacia, e sostituzione con il regime legale. Più ampiamente, anzi, il confronto con la disciplina della nullità della società (art. 2332 c.c.) mostra come la direttiva di fondo della legge sia quella di « isolare » le regole più strettamente statutarie (oggettive e impersonali) dal programma negoziale (personale) dei soci, attualizzando per di più il giudizio al momento in cui la sentenza viene pronunciata, a prescindere dal riferimento all'attimo della costituzione.

Ecco dunque che diventa possibile distinguere fra programmazione e attuazione della società e indicare (in particolare nell'iscrizione nel registro delle imprese) il passaggio dalla prospettiva individualistica del contratto a quella oggettiva dell'organizzazione spersonalizzata. Prima di tale momento, secondo l'A., l'organizzazione *in fieri* non esiste ancora, se non come fonte della giustificazione di vincoli d'indisponibilità dei conferimenti dei soci, o di un particolare regime delle operazioni compiute prima dell'iscrizione, in vista dell'esigenza di assicurare l'esistenza di un effettivo capitale al momento dell'iscrizione e di riservare all'organo competente la possibilità di decidere su come impegnare il patrimonio sociale al momento in cui l'organizzazione inizia a operare.

7. Il quinto capitolo (66 pagine) è intitolato « Deliberazioni e procedimenti deliberativi ». L'A. muove dalla constatazione che la pluralità di organi e la pluripersonalità degli organi, caratteristiche dell'organizzazione delle società per azioni, esigono regole di competenza e di funzionamento che permettano di combinare le decisioni individuali e di trasformarle in atti della collettività. Lo schema di combinazione offerto dal contratto è peraltro inadeguato e deve essere sostituito da un altro schema, che rifletta l'essenza oggettiva e impersonale dell'organizzazione. Nodo centrale è, dunque, « la definizione dei rapporti tra i voti e la deliberazione, più ampiamente fra *deliberare* e (la deliberazione in quanto) *deliberato* » (p. 289).

A tal riguardo, Angelici sottolinea che mentre il voto è un dato empirico,

la deliberazione è, in quanto tale, esito di un giudizio (sulla fattispecie), che le attribuisce un determinato valore. Né si può trascurare che i criteri del giudizio devono essere coerenti con le esigenze e la struttura organizzativa, dunque devono essere « oggettivi », non con le esigenze individuali di chi vota. Per questo, vale a dire in una prospettiva oggettiva, il voto si inserisce dialetticamente in un procedimento, le cui fasi possono e devono essere distinte secondo una precisa articolazione di poteri: potere di stabilire l'argomento della proposta, potere di formulare la proposta, potere di discutere la proposta, potere di esprimersi sulla proposta.

Il voto è perciò da intendere non nella sua valenza individuale, ma per il significato oggettivo (significato cui non è estraneo il valore che ad esso è assegnato dalla legge).

Da questi principi possono poi essere estratte regole di rilievo pratico: in tema d'interpretazione delle deliberazioni, di deliberazioni implicite, di deliberazioni negative: tutte queste fattispecie e vicende si devono intendere nella loro dimensione organizzativa, a prescindere dagli intendimenti personali che hanno animato i soci.

Altri temi d'importanza concreta sono quelli del rilievo dei vizi della volontà di chi vota e quello della rilevanza degli obblighi di voto (ai quali ci si chiede se possa connettersi un'eventuale azione esecutiva in forma specifica, eventualmente « anticipabile » in via cautelare): in linea di principio, secondo Angelici, in ciascuno di questi casi la risposta deve partire dalla concezione per cui il voto è un fatto *interno*, che non può essere « sostituito » o « surrogato » da un intervento *esterno*, foss'anche la decisione di un giudice. Vizi della volontà e obblighi di voto non rilevano dunque di per sé, ma solo nei limiti in cui sia concepibile una rilevanza indiretta per il procedimento (si pensi al caso in cui sia designato dal giudice un procuratore che partecipi all'assemblea e voti al posto del socio inadempiente ad un patto parasociale che preveda un obbligo di votare a favore di una determinata deliberazione).

Tuttavia, in termini più ampi, il maggior guadagno dell'impostazione di Angelici consiste nella decisa presa di posizione nel senso che le regole sulla formazione delle delibere non riguardano problemi di forma, ma funzioni interne del procedimento: di modo che le singole fasi prescindono, entro certi limiti, da situazioni che rilevano ad altri fini (si pensi alla *record date*). In questa concezione, anche le anomalie riscontrate nel procedimento, per esempio sul fronte dell'informazione, non rilevano in quanto lesioni di posizioni individuali, ma in quanto idonee a ledere l'interesse oggettivo del « votante tipo » (p. 314).

Se peraltro si intende « la deliberazione come un "valore": quello che risulta da un "giudizio", che richiede perciò criteri e regole atte a definirlo, avente ad oggetto una vicenda procedimentale » (p. 315), l'analisi non può fermarsi al dato strutturale e deve proseguire verso un chiarimento delle funzioni che le deliberazioni possono svolgere. Escluso che la deliberazione possa mai avere il significato di una *dichiarazione*, essa non può intendersi

neppure come atto esterno, o come atto di *disposizione*. Nondimeno la deliberazione può esser rilevante nello stesso procedimento deliberativo, all'interno della società e per i rapporti che la società instaura nel corso della sua attività. Nel procedimento, la deliberazione « esaurisce la proposta » (per deliberare di nuovo occorre una nuova proposta, magari con lo stesso contenuto); nella società, la delibera riguarda essenzialmente l'assetto organizzativo (e qui Angelici ribadisce la sua persuasione che anche eventuali attività di terzi — come la sottoscrizione dell'aumento di capitale o l'accettazione della carica di amministratore — non possano apprezzarsi come sintomi di una vicenda contrattuale, ma piuttosto come ulteriori fasi del procedimento); nel rapporto con i terzi, premesso che necessariamente deve trattarsi di una deliberazione per la cui esecuzione occorre una fase esecutiva ulteriore e diretta appunto nei confronti di soggetti estranei, il tema mette in gioco « i rapporti fra due "poteri", quello che si usa chiamare *deliberativo* e l'altro *rappresentativo*; esso si caratterizza da un lato per la loro reciproca distinzione e dall'altro per l'eventualità che l'uno influisca sull'altro » (p. 330).

In particolare, dove il potere rappresentativo non fa parte della sequenza procedimentale organizzativa ma, in un certo senso, si rende autonomo, la violazione della regola organizzativa può incidere sulla validità dell'atto nei confronti dei terzi e pone la questione della tutela di questi ultimi.

La valenza prettamente organizzativa della deliberazione risulta confermata anche nella prospettiva della disciplina dell'invalidità: disciplina che, nelle sue diverse articolazioni, mostra come perfino nelle sue forme più gravi, l'invalidità lascia alla deliberazione un'efficacia *precaria*, che può essere rimossa (*erga omnes*) solo tramite un'impugnativa proposta in via principale. L'invalidità, peraltro, non dà luogo a *ripetizione*, ma a misure positive che, a loro volta, consistono nell'esercizio di poteri organizzativi.

Non sorprende che, date le premesse dell'A., il tema della responsabilità da deliberazione (che è l'ultimo affrontato nel capitolo) sia tradotto in un'ipotesi remota, nella quale eccezionali circostanze di fatto permettono di superare la normale "spersonalizzazione" della società per azioni. E anche in tal caso, in linea di principio, la responsabilità del singolo dovrebbe (secondo Angelici) essere "canalizzata" per il tramite del patrimonio sociale, sì che si tratterebbe in definitiva di una responsabilità del caso non verso il collega azionista (al quale spetterebbe semmai un indennizzo dalla società), ma di « un obbligo di rivalsa da parte della società, al fine in definitiva di ricostruire il patrimonio sociale » (p. 344).

8. A « Organizzazione, governo e controllo » è dedicato il sesto capitolo (96 pagine). Punto di partenza è che la società per azioni sarebbe caratterizzata per il suo specifico assetto organizzativo, vale a dire per il modo

in cui in essa sono distribuiti poteri e competenze, in vista (ed è qui che la società per azioni si differenzia rispetto agli altri fenomeni associativi) dell'esercizio di un'impresa *spersonalizzata*. Essere forma organizzativa dell'impresa significa che la società non è organizzazione solo dei soci e che gli interessi rilevanti sono anche interessi esterni ai soci, di modo che alla prospettiva personale dell'*azionista* si sostituisce quella obiettiva e tipica dell'*azione*.

Ciò porta a isolare la funzione manageriale dal rapporto con gli azionisti e ad attribuirle competenze "ineliminabili", proprie e non derivate; nonché a inserire l'ufficio per l'esercizio della funzione amministrativa (perché di ciò, secondo Angelici, propriamente si tratta) sullo sfondo di tre vicende distinte: la conformazione (statutaria) dell'ufficio, la nomina a rivestirlo e la definizione dei rapporti fra amministratore e società. Di queste tre vicende, a parere di Angelici, quella centrale è la prima, nel senso che la conformazione statutaria dell'organo amministrativo incontra limiti di diritto positivo che sottolineano come a tale organo debba riconoscersi un potere originario sulla gestione: un potere, anzi, del tutto incompressibile. Dove questo potere, secondo alcuni, incontra a sua volta dei limiti è sul confine tra gestione e organizzazione, vale a dire in relazione a operazioni gestionali che, pur appartenendo alla sfera della gestione, per le loro caratteristiche e dimensioni sono sostanzialmente in grado di incidere o alterare la sfera organizzativa.

L'A. tuttavia ritiene « opinabile che tale distinzione, pur utile ai fini espositivi, sia realmente in grado di individuare un *principio* alla base della ripartizione di competenze fra amministratori e assemblea; e ciò al punto di dedurne regole per ipotesi non previste dalla legge » (p. 356). A suo avviso, anzi, il voler riportare sotto l'egida della competenza assembleare operazioni come quelle di cui si tratta (operazioni gestorie che incidono sull'organizzazione) può avere un prezzo in termini di effettiva tutela dei singoli: infatti, « nella sede assembleare è consentito ad ogni azionista perseguire i propri interessi; sicché, salvo specifiche ragioni di illegittimità, non vi è in principio tutela nei confronti del pregiudizio che si subisca in conseguenza di decisioni della maggioranza. Mentre, quando operano gli amministratori, assumono inoltre (e soprattutto) rilievo considerazioni imperniate su criteri come quelli della diligenza e della colpa » (p. 361 s.).

Nella prospettiva di Angelici, la competenza degli amministratori copre tutti gli aspetti che non siano assegnati ad altro organo: e in tal senso è una competenza residuale. Ma è possibile caratterizzare i poteri degli amministratori anche « in positivo »?

Angelici risponde che è cruciale l'aspetto *formale*, ciò che distingue « chi detiene poteri statutari » da meri procuratori o mandatari; ma non meno importante è l'aspetto sostanziale: nel senso che, pur articolandosi in diversi momenti (programmazione, amministrazione e controllo) le funzioni amministrative trovano la loro unità nella figura dell'imprenditore. La stessa figura della direzione e coordinamento (se si vuole: del gruppo) evidenzia la

dimensione pluralistica e imprenditoriale propria delle società azionarie: di modo che, in conclusione, l'A. può affermare che « la sensazione è in definitiva che con la società per azioni si assista a una formalizzazione, e così autonomizzazione, delle tre funzioni imprenditoriali di "programmazione", "amministrazione" e "controllo": in termini necessari per quanto concerne la terza ed eventuali, ma in effetti costanti nella prassi, con riferimento alle prime due. Una prospettiva dalla quale è se non altro possibile trarre due conseguenze: che i rapporti fra i relativi organi debbono improntarsi secondo principi i quali, pur dialettici, siano ispirati a un criterio che si potrebbe chiamare di "leale collaborazione", escludendosi per esempio comportamenti aprioristicamente conflittuali e ostruzionistici; e che quella autonomizzazione apre la possibilità che nella concreta disciplina emerga la rilevanza anche d'interessi ed esigenze ulteriori rispetto a quelli soltanto endogeni al gruppo degli azionisti » (p. 387).

Passando così al tema del rapporto fra gestori e società, si pone la questione degli incentivi e dei problemi di agenzia, vale a dire la questione delle regole che legano gli amministratori al perseguimento (efficace) dell'oggetto dell'impresa, a cominciare dalla sua conservazione. Acquisita la consapevolezza che « gli "incentivi" utilizzabili per orientare l'attività degli amministratori, se possono contribuire a definirne il contesto, non escludono comunque un loro margine di autonomia: non soltanto, come naturale, per quanto concerne le modalità delle loro azioni, ma anche riguardo agli obiettivi in concreto perseguiti » (p. 401), l'A. pone l'accento sul tema della responsabilità degli amministratori.

Partendo dalla visione per cui la responsabilità è un incentivo allo svolgimento corretto dell'attività amministrativa, occorre problematizzare il tema secondo una duplice direzione: « disegnare una disciplina della responsabilità effettivamente in grado di svolgere tale ruolo e, d'altro conto, evitare che, a causa di un suo eccessivo rigore, produca il risultato perverso di una paralisi dell'azione degli amministratori, un'azione la quale richiede per definizione l'assunzione di rischi » (p. 402).

Pertanto, secondo l'A., occorre tener ben distinti i profili dell'adempimento di doveri specifici (cioè il tema della *compliance* e dei limiti negativi dell'azione degli amministratori, il tema dell'oggetto sociale, ma anche quello del *duty of loyalty*) — per i quali ragione di responsabilità è la violazione stessa del dovere e per affermarla sono sufficienti il danno e il nesso di causalità — dal tema della scelta imprenditoriale fra più diverse soluzioni, corrispondenti a diverse composizioni di interessi, evocato dal *duty of care* e dalla *business judgment rule*.

A tal riguardo, Angelici scrive: « la duplice circostanza che compito degli amministratori, e in via esclusiva, è quello di gestire l'impresa e che essa si caratterizza per un pluralismo di interessi implica che fa parte di tale gestione, e di tale compito, pure quello di selezionare gli interessi ivi rilevanti. Certamente è possibile, allora, e se ne possono individuare molteplici esem-

plari, che vi sono regole volte a indirizzare siffatta opera di selezione e graduazione, che fra quegli interessi istituiscono in definitiva criteri di prevalenza: con la conseguenza che la loro violazione può costituire fonte di responsabilità per gli amministratori. Ma anche è plausibile, e in effetti inevitabile, che residuino spazi in cui mancano predefiniti criteri oggettivi nel senso della prevalenza dell'uno o dell'altro interesse: che perciò è rimessa ad una scelta, allora insindacabile, degli amministratori, la quale non può pertanto essere ragione di loro responsabilità » (p. 409).

In questo contesto, Angelici osserva come « non sia praticabile un appoggio oggettivo, bensì un altro, che potremmo definire *sogettivo* » (p. 415), nella misura in cui la valutazione dell'operato degli amministratori si svolge « avendo riguardo alla loro situazione personale e alle modalità con cui hanno adottato le decisioni che si contestano » (ibidem). In tal senso, diventa centrale il *duty of loyalty*, ma assumono rilievo soprattutto le competenze personali, l'obbligo di agire informati (vale a dire le modalità di acquisizione e di vaglio delle informazioni), la buona fede.

Insomma: « pare difficile individuare una ragione di responsabilità nell'aver favorito uno piuttosto che un altro degli interessi degli azionisti (per esempio quello di breve invece che quello di medio e lungo termine): purché ovviamente si tratti di uno degli interessi che ragionevolmente possono riferirsi all'investimento azionario e la decisione dell'amministratore non sia stata alterata da motivazioni ulteriori e che ne prescindono » (p. 419).

Ciò si traduce in linea di massima nell'esistenza di una tutela diretta degli azionisti (ma anche dei creditori e dei terzi) nei confronti degli errori gestionali: giacché questi — siano essi frutto di dolo o di negligenza ed imperizia — non valgono in quanto lesione di diritti soggettivi, ma di regole di correttezza (non solo societaria, ma anche imprenditoriale) e si « canalizzano » tramite il patrimonio sociale.

Lo schema proposto resiste, secondo l'A., anche di fronte al disposto dell'art. 2395 c.c.: norma che presuppone invero « un contesto che rimane quello dell'art. 2392 c.c., [in cui] è rilevabile la violazione di doveri nei confronti della società » (p. 426) e che tuttavia non può « contribuire alla precisazione dei doveri connessi alla carica di amministratore (...) in quanto la sua applicazione presuppone che tali doveri siano già stati violati e che essi, dunque, siano desumibili *aiiunde*. La protezione che esso offre ai soci e ai terzi si presenta quale conseguenza in certo modo *esterna* e, lo si ribadisce, ulteriore rispetto alla protezione che dall'art. 2392 c.c. deriva per la società » (p. 428).

In sintesi, gli amministratori rispondono direttamente verso i soci e i terzi quando, nello svolgimento dei loro compiti, interferiscono con specifiche esigenze di protezione, estranee rispetto a quei compiti e non in grado di fungere da parametro di valutazione dei medesimi, ma semmai tali da dover essere « tenuti in conto » nel quadro della conduzione dell'impresa e nei limiti della compatibilità con la sua efficienza.

Questa conclusione permette poi ad Angelici di spiegare la disciplina dell'art. 2394 c.c. evidenziando come la responsabilità degli amministratori « verso i soci e terzi » (ai sensi dell'art. 2395 c.c.) si ponga in una prospettiva di tutela individuale, puntualizzata, per i creditori, al momento della concessione del credito; mentre la prospettiva della tutela dei creditori, nell'art. 2394 c.c., è collettiva e non per nulla è « canalizzata » tramite la reintegrazione del patrimonio sociale. Anzi, da questa caratterizzazione dell'azione sociale di responsabilità promossa dai creditori, Angelici trae spunto per sostenere che, da un lato, il parametro di valutazione ai fini dell'art. 2394 c.c. dev'essere quello elaborato « per i problemi di gestione imprenditoriale e, perciò, diverso da quelli di consueto utilizzati per le vicende interindividuali » (p. 433), dall'altro che si tratta di una norma specificamente diretta alla società per azioni (in linea di principio non applicabile, quindi, per le società a responsabilità limitata), in quanto si tratta del modello societario caratterizzato per la dimensione e la complessità dei rapporti finanziari intrattenuti dalla società.

Il capitolo si chiude con una riflessione sul valore dei codici etici e della *corporate social responsibility* nel quadro di un più generale ricorso al parametro della correttezza al fine della valutazione dell'operato degli amministratori, specie in relazione all'affidamento generato nel pubblico, e alla figura del risarcimento « in assenza della lesione di una situazione giuridica soggettiva » (p. 440).

9. Il penultimo capitolo (69 pagine) affronta il tema dell'organizzazione del finanziamento. Il punto di partenza è la constatazione che la società per azioni è un'impresa specificamente caratterizzata dalla dimensione finanziaria. Ne segue che assumono rilievo centrale sia l'atto di destinazione, con il quale la società (*rectius*, l'impresa) riceve il patrimonio in essa investito, sia le regole che riguardano il rimborso e la remunerazione dell'investimento: il tutto nel quadro della « spersonalizzazione » necessaria alla società per azioni in vista della negoziabilità delle sue azioni e della correzione degli effetti di *lock in*. Le regole relative alla distribuzione degli utili e ai rimborsi di capitale, secondo Angelici, sono definibili come regole attinenti all'*output* e sono anch'esse condizionate dal vincolo di destinazione di valori economici all'impresa. Invertendo l'opinione tradizionale, queste regole non sono un presidio dei creditori sociali, ma è la tutela dei creditori che è « una sorta di *by-product* » (p. 445) della destinazione.

Proprio questo effetto secondario della tecnica azionaria rende fruibile l'organizzazione della società per tecniche di finanziamento tipicamente dirette al mercato dei capitali, come l'emissione di obbligazioni, di strumenti finanziari e di ibridi, che si caratterizzano come operazioni di massa, « che richiedono di essere *organizzate*, nel senso almeno di definire i rapporti fra la vicenda collettiva e le posizioni individuali di coloro che vi partecipano: sic-

ché ne risulta, quando concretamente attuate, una sorta di arricchimento di un assetto organizzativo, quello della società per azioni, naturalmente destinato ad affrontare tale tipo di problemi » (p. 445 s.).

Il problema centrale è allora quello di vedere come le tecniche del finanziamento interagiscono con l'organizzazione già in linea di fatto; per esempio, l'utilizzo della leva finanziaria limita i poteri degli azionisti, spostando a favore dei manager (ed eventualmente dei creditori) poteri di *governance*. Traducendo questo dato in concetti legalmente rilevanti, fanno parte dell'organizzazione, e condizionano l'esercizio dei poteri gestori, diritti e aspettative che concernono particolarmente l'investimento (inteso come valore complessivo dell'impresa). Tale valore allora si presenta come idealmente diviso in *quote*, che gli amministratori gestiscono, « in cui, alla stregua di quelle pretese e aspettative, può essere scomposto il valore complessivo del patrimonio sociale » (p. 451).

La distinzione fra capitale proprio e capitale di terzi, tuttavia, esige una serie di messe a punto, giacché occorre precisare anzitutto il modo in cui si accerta il valore complessivo della società, con riguardo al valore (di mercato) del patrimonio ovvero, secondo una diversa prospettiva, ai flussi di ricavi attesi. In ogni caso « entrambe le soluzioni implicano la distinzione fra un valore *lordo* e un altro *netto*, guardando a quello statico del patrimonio sociale ovvero a quello che può risultare da una valutazione prognostica del *cash-flow*. Ciò consegue, per esprimersi in termini stilizzati, alla diversa collocazione delle "pretese" degli azionisti e dei creditori, come *residual claimants* i primi e come *fixed claimants* i secondi: l'esigenza, allora, di individuare la quota, del patrimonio e del *cash-flow*, che può "residuare" dopo la soddisfazione dei creditori, il valore appunto al *netto* dei debiti della società » (p. 453).

Peraltro, entra in gioco (nella definizione del capitale proprio) non solo la sua consistenza *residuale*, che cioè presuppone la soddisfazione dei *fixed claims*, ma anche la sua immobilizzazione, cioè la sua vocazione a una "permanenza" nell'impresa, a prescindere dal disinvestimento dei soci. All'interno dello stesso capitale proprio emerge così la posizione specifica del capitale nominale, e del suo costo in termini di flessibilità.

Questo rilievo consente all'A. di prender posizione sul dibattito circa la vitalità del sistema del *legal capital*, rispetto al quale egli conclude che, parlando difficile « a chi scrive ritenere che i meccanismi contrattuali del mercato siano da soli idonei a fornire adeguata tutela ai creditori, specie considerando quelli involontari o *non-adjusting*, (...) forse, non può ritenersi del tutto inutile un meccanismo pur approssimativo e in certo modo rozzo come quello del capitale sociale » (p. 460).

La dialettica fra persistenza dell'impresa (e del capitale inteso come valore immobilizzato) e remunerazione dell'investimento porta all'esame della ripartizione ai soci dei valori che sfuggono al vincolo di destinazione, a iniziare dalla distribuzione dei dividendi: questione che non solo è al croce-

via di « una dialettica fra molteplici interessi », ma riguarda anche « la collocazione della società nel mercato finanziario e l'eventuale opportunità, decidendo sul punto [della distribuzione del dividendo], di fornire ad esso "segnali" in merito a programmi e prospettive » (p. 463). Su questo argomento, Angelici, evoca il dibattito sui limiti della distribuzione e sull'eventuale rilevanza delle prospettive reddituali oltre che dei dati patrimoniali. In particolare egli giunge sostanzialmente ad aderire alla tesi secondo cui opera un "doppio limite", di natura patrimoniale (c.d. *balance sheet test*) e di natura finanziaria (c.d. *solvency test*), il secondo dei quali corrisponde al potere-funzione degli amministratori di garanzia degli interessi collettivi dell'impresa (p. 467), tra i quali rientra non tanto quello degli azionisti (diritto alla percezione di un reddito), quanto quello del mercato alla « remunerazione di un fattore produttivo » (p. 468).

La posizione degli amministratori rispetto alle distribuzioni agli azionisti, del resto, è confermata sia dal ruolo decisivo ad essi riconosciuto nella disciplina degli account sui dividendi (ed è significativo il riferimento, nell'art. 2433-bis c.c., alla compatibilità della distribuzione con le condizioni finanziarie della società) sia dal fatto che lo stesso *balance sheet test* presuppone un accertamento dell'utile da parte degli amministratori, ai quali compete in esclusiva il compito di predisporre il bilancio annuale.

Passando poi ad altro tema, posto che il rapporto tra quota del patrimonio netto destinata all'immobilizzazione e quota disponibile per la remunerazione dell'investimento dipende dall'originaria destinazione del capitale, le operazioni che incidono sulla misura di questo « si traducono o possono tradursi in flussi finanziari fra la società e gli azionisti » (p. 475).

Rispetto a queste operazioni che comprendono, fra l'altro, anche il riscatto delle azioni, il recesso del socio e l'acquisto di azioni proprie, si propone la dialettica fra interesse al disinvestimento, interesse alla conservazione della garanzia, interesse alla continuità dell'impresa.

Diverso è il caso della riduzione del capitale per perdite, riguardo alla quale, peraltro, si coglie nella disciplina dell'art. 2433 c.c. l'eco della rilevanza della destinazione dei flussi finanziari ai fini di un compromesso fra gli interessi che convergono sul valore complessivo dell'azienda sociale.

Altri flussi rilevanti, sia in entrata, sia in uscita, nascono da fenomeni quali, da un lato, il soprapprezzo e il finanziamento dei soci e, dall'altro lato, i trasferimenti di valore ai soci tramite operazioni pericolose: fenomeni nei quali la *causa societatis* variamente si combina con uno scambio. Di qui la necessità di graduare l'analisi in coerenza con le particolarità della singola vicenda: « così, per esempio, quando in un rapporto di scambio fosse possibile individuare una distribuzione "mascherata" di utili, la soluzione potrebbe essere nel senso di un'invalidità, eventualmente avvalendosi dell'art. 1345 c.c., nel caso in cui ne risulta una violazione dei limiti di legge per la distribuitività ai soci del patrimonio netto della società. Mentre, quando si rimane in tali limiti, ma l'operazione altera i rapporti fra i soci, violando in

sostanza l'esigenza di una loro parità di trattamento, si potrebbe pensare sia ad un'azione risarcitoria nei confronti degli amministratori sia ad un'altra, di ripetizione dell'indebito, nei confronti del socio » (p. 489).

La stessa attenzione al profilo concreto deve guidare, secondo Angelici, l'eventuale applicazione analogica della norma sulla postergazione dei finanziamenti anomali nella s.r.l. alle s.p.a. non "di gruppo".

D'altra parte, volgendo ora l'attenzione agli ibridi ed agli strumenti finanziari postergati propri dei finanziamenti "mezzanini" o delle obbligazioni partecipanti, va segnalata la possibilità di articolare in modo sofisticato la provvista finanziaria dell'impresa. Occorre all'uopo ricordare la « spinta alla differenziazione [che] si è manifestata (...) nei confronti dell'intero mercato finanziario, non limitandosi a quello delle azioni, e ancora più ampiamente del mercato dei capitali. Da ciò l'emersione di tecniche di finanziamento utilizzabili da terzi con le quali, pur non operando il vincolo di "destinazione" risultante dalla disciplina del capitale sociale, non quindi i limiti da essa posti al loro "rimborso" e/o "remunerazione", possono rilevare altri limiti e può di conseguenza risultare, anche se con modalità differenti, una qualche forma di destinazione » (p. 495).

A proposito degli strumenti finanziari partecipativi torna alla ribalta la distinzione fra fondi propri e finanziamenti di terzi; ma soprattutto sta a cuore all'A. evidenziare la necessità di spostare l'attenzione dal parallelo con l'associazione in partecipazione al fatto che si tratta comunque di finanziamenti che richiedono l'emissione di strumenti finanziari: strumenti finanziari che sono oggetto e soggetto di poteri organizzativi, in quanto titoli di massa. Il che spiega sia il loro ancoraggio allo statuto, sia l'eventualità di un'attribuzione di taluni poteri all'interno dell'organizzazione, sia il senso "speciale" della loro partecipazione agli utili, ma soprattutto la loro idoneità a contribuire « in vario modo a definire il regime del patrimonio sociale, nel quale peraltro, a loro volta, possono trovare il loro presupposto » (p. 507).

10. L'ultimo capitolo (53 pagine) è intitolato "I mercati". A tal riguardo, la prima osservazione dell'A. mette in luce la connessione, storicamente attestata, fra la società azionaria e il mercato: si tratta di una relazione ambigua, posto che la società per azioni permette di acquisire potere di mercato nella misura in cui si approvvigiona di risorse finanziarie sul mercato. Ma non si può dimenticare anche l'aspetto dell'organizzazione dell'impresa "come società", sia nel senso che da tale organizzazione dipende la stessa possibilità di concepire un "mercato del controllo", sia nel senso che la perpetuazione nel tempo dei vincoli di destinazione fanno della società per azioni una specie di alternativa alla fondazione, tanto che ci si interroga sulla possibilità di individuare dei limiti all'utilizzazione della società per azioni come strumento di pianificazione successiva.

Particolarmente efficace per rappresentare il punto di vista dell'A. è

l'esempio dell'oggetto sociale: la cui delimitazione specifica finisce per restringere la partecipazione della società al mercato, ma ne contrasta anche la crescita a "conglomerato" e l'acquisizione di potere economico sul mercato.

Il centro dell'interesse dell'A. è comunque la relazione tra società per azioni e mercato finanziario. « Si tratta al fondo di un aspetto già tante volte segnalato: che la società per azioni, per realizzare la sua tipica funzione economica, quella di consentire un adeguato equilibrio fra la stabilità dell'investimento produttivo, il suo *lock-in*, e la pronta liquidità per il singolo investitore, richiede un mercato in grado di assicurarli una "soddisfacente" liquidazione; e che il mercato, per adempiere tale funzione, deve potersi svolgere secondo modalità tali da condurre ad esiti "soddisfacenti" » (p. 523). Vi è insomma una sorta di "reciproca fiducia" tra società e mercato, che costituisce la premessa di un'efficiente allocazione di risorse.

Non a caso, suggerisce Angelici, è il mercato finanziario quello più vicino al modello economico di mercato efficiente: ed è proprio nel mercato finanziario che il prezzo svolge nel modo più autentico il ruolo di "informazione" riassuntiva, che trasforma e sintetizza informazioni e segnali, mediando talora fra prospettive, *cognitive bias*, e perfino comportamenti irrazionali. Nondimeno esistono anche rischi: infatti « non sempre sono plausibili interventi, come quello di acquisire il controllo della società, volti a modificarne la gestione e ricondurre quindi il prezzo delle sue azioni al loro "vero" valore. Sicché in queste ipotesi il mercato non pare in grado di svolgere il suo asserito ruolo di indurre a una migliore gestione della società e contribuire così ad una efficiente allocazione delle risorse » (p. 529): basti pensare al caso in cui il mercato sopravvaluti le azioni.

Angelici sottolinea dunque come « non interessi tanto che il mercato finanziario sia realmente "efficiente", quanto se e in che senso la concreta disciplina sia dettata *come se* fosse tale e al fine di rafforzare questa sua qualità » (p. 530). In questo senso il discorso torna sulle informazioni, questa volta per indicare come la legge imponga di fornire tutte le informazioni necessarie perché il mercato sia efficiente; il criterio non è dunque dettato in vista di un preteso diritto all'informazione, né quello diretto ad eliminare le asimmetrie informative, che invece rilevano solo in quanto disturbano il corretto funzionamento del mercato, com'è dimostrato dalla disciplina dell'*insider trading*. Si tratta invece di tener conto di regole che sono coerenti con la natura concorrenziale del mercato finanziario, vale a dire di un mercato in cui il processo concorrenziale « riguarda soprattutto (e fondamentalmente si esaurisce nel) la ricerca e l'analisi di informazioni e in cui, allora, si avverte l'esigenza che il perseguimento di vantaggi competitivi avvenga affrontando i relativi costi, non utilizzando quelli alla posizione di *insider* naturalmente connessi » (p. 534).

Diventa perciò cruciale la prospettiva specificamente concorrenziale, alla quale fa da riscontro l'importanza preponderante del punto di vista

complessivo sulla prospettiva del singolo e la preminenza dell'*enforcement* pubblico su quello privato.

Quanto all'*enforcement* privato, Angelici nota che si tratta pur sempre della posizione della società sul mercato finanziario: e « che di tale posizione in definitiva si tratti è del resto evidenziato dalla constatazione che, non essendo la società parte delle negoziazioni aventi ad oggetto i suoi titoli, l'ipotesi di una responsabilità sua e/o di chi l'amministra si specifica come un capitolo della più ampia tematica concernente i "danni meramente patrimoniali": che appunto in via generale si caratterizza come ricerca di una ragione di responsabilità nella particolare posizione, specie in quella professionale, di un operatore e nell'affidamento che sarebbe giustificato riporre nei suoi comportamenti » (p. 535 s.).

Tale, secondo l'A., è il guadagno della *fraud on the market theory*, che guarda più al prezzo e all'integrità del mercato che alla singola operazione. Non è dunque strano che i due fondamenti dell'azione risarcitoria, la *transaction causation* e la *loss causation* si caratterizzano anzitutto riguardo al prezzo; e che alla differenza del prezzo di acquisto o di vendita e l'altro prezzo, che si sarebbe avuto "senza la scorrettezza informativa" si debba fare riferimento per misurare il danno. D'altro lato, la pretesa risarcitoria, se diretta verso la società, potrebbe avere effetti paradossali (*circularity problem*: il risarcimento depauperava, indirettamente, il patrimonio di chi è legittimato a chiederlo) e, da un altro punto di vista, sovvertire l'ordine di soddisfacimento delle pretese esercitabili verso la società, a danno dei suoi creditori. Né il problema si risolve, a parere dell'A., proponendo l'applicazione dell'art. 2395 c.c., poiché questa norma « non riguarda l'ipotesi in cui vengono violati doveri della società, gli illeciti contrattuali o extracontrattuali ad essa riferibili, bensì la questione, a parere di chi scrive ben diversa, se e quando la violazione ad opera degli amministratori dei loro obblighi nei confronti della società può comportare anche un dovere risarcitorio nei confronti di soci e terzi » (p. 542).

Passando ad altro profilo d'interesse, Angelici osserva che la regola organizzativa basata sul principio maggioritario, combinandosi con la negoziabilità delle azioni, conduce alla costruzione di un particolare mercato, quello del *controllo* delle società. Il tema evidenzia nuovamente il distacco fra le società per azioni "chiuse", nelle quali possono eccezionalmente ricorrere circostanze che impongono al socio che cede il controllo di "tener conto" dell'interesse degli altri soci "in base a un rapporto personalistico", e le società "aperte", per le quali « il problema non è più quello di tutelare tali interessi, bensì il valore [di mercato delle azioni] e in definitiva il mercato nel quale si esprime » (p. 545).

L'OPA totalitaria obbligatoria s'inserisce perfettamente, secondo l'A., in questo quadro, poiché la disciplina sottolinea soprattutto l'esigenza di rispettare le esigenze informative del mercato (anzi, è lo stesso strumento dell'OPA ad essere, di per sé, carico di un valore informativo, proprio nella

misura in cui "comunica" il valore che l'offerente attribuisce al controllo della società). Sotto questo profilo, anzi, si potrebbe « riconoscere al vertice una fondamentale omogeneità di prospettive con la disciplina dell'*insider trading* » (p. 549), perché in ambedue i casi si pone la necessità di correggere un mancato funzionamento della concorrenza per il controllo di particolari informazioni.

Peraltro, con riferimento alla contendibilità del controllo, va rilevata la dimensione organizzativa del tema, evidenziata da un lato dalla necessità che le c.d. misure antiscalata si traducano in disposizioni statutarie, dall'altro dal collegamento con la disciplina del recesso in caso di ingresso della società in un gruppo.

Alla quotazione e al *delisting* sono infine dedicati gli ultimi due paragrafi di questo denso volume. Ancora una volta Angelici, parlando in particolare delle IPO, sottolinea il reciproco rapporto fra mercato e peculiarità organizzativa della società, e la centralità del momento dell'informazione, qui resa ancor più delicata (anche dal punto di vista della responsabilità dei diversi attori) dall'inesistenza di un mercato e di un prezzo di mercato prima che l'operazione abbia luogo, di modo che potrebbe esser ravvisata, in capo agli operatori che a diverso titolo partecipano all'IPO, un'attività di ricerca del futuro prezzo (e a questo proposito l'A. ricorda le procedure di *bookbuilding* e i relativi rischi).

Quanto al *delisting*, secondo Angelici, la maggior rigidità della disciplina, legata alla limitazione della negoziabilità in concreto delle azioni della società dopo la cessazione della quotazione in borsa, segnala anche una sorta di scelta dell'ordinamento a favore della società per azioni "aperta" (e, parallelamente, dell'unità tipologica della stessa s.p.a.): e per concludere si giustifica un'interpretazione che limita la possibilità del *delisting* ai casi in cui esso consegua ad una riorganizzazione della società (ad es. a una fusione) che legittima al recesso, ovvero a un'OPA totalitaria.

11. I lettori che abbiano avuto la pazienza di seguirci fino a qui, avranno potuto rendersi conto dell'importanza di questo libro e del rigore della tesi che l'A. dimostra con lucida coerenza e profonda cultura. Tuttavia, com'è normale che sia per opere che esprimono tesi molto forti, le reazioni che il libro suscita sono altrettanto forti.

Angelici dice di svalutare la contrapposizione tra contrattualismo e istituzionalismo (2): ma sostituendo ad essa una nuova teoria, che pone al centro il concetto di "spersonalizzazione" della partecipazione, e respin-

(2) Un recente "nuovo" tentativo di svincolarsi da tale contrapposizione è di E. GINEVRA, *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale delle società*, destinato agli scritti in onore di Pietro Abbadesse, nel quale si legge una chiara sintesi del dibattito fiorito e fiorente in Italia. Non mi soffermo sulle idee di Ginevra, se non per osservare che per una valutazione occorrerà attendere gli sviluppi preannunciati dallo studioso.

gendo in modo molto netto la prospettiva del *nexus of contracts*, Angelici in realtà ripropone la dialettica fra due opposte concezioni delle istituzioni sociali che, è bene precisarlo, non riguardano solo le società per azioni.

Le due concezioni che si fronteggiano si proclamano ambedue "realiste" e ambedue pretendono di desumere dalla realtà i principi di legislazione e di giurisprudenza.

La prima muove dalla constatazione, largamente condivisa, secondo cui nella vita economica contemporanea le esigenze tecniche (produttive, logistiche, commerciali e finanziarie) dell'attività economica diventano sempre più complesse e richiedono un'organizzazione che riduca i costi di negoziazione, accelerando i tempi delle decisioni e riducendole, per quanto possibile, ad alternative semplici. Secondo questa concezione, la società per azioni è la forma dell'impresa pensata per le esigenze della modernità; in essa non c'è posto (o c'è poco posto) per la considerazione delle persone e degli interessi individuali; la coppia "diritto-obbligo" è inadeguata a cogliere la realtà di una organizzazione di poteri che serve ad assumere decisioni efficienti; l'autorità tiene luogo del consenso e l'informazione trasparente è la base dell'esercizio delle competenze.

Adottando questo punto di vista, la legislazione ha il compito di assegnare le esigenze dell'organizzazione assegnando competenze e organizzando relazioni di potere nel modo più efficiente. Le decisioni non risolvono conflitti tra interessi, o peggio tra diritti, ma sono scelte tecniche tra obiettivi e strumenti. Tali scelte hanno valore in quanto *non* sono *personali* e possono essere criticate, impugnate e dar luogo a responsabilità di chi le compie solamente se possano essere qualificate come tali, cioè come determinate da una particolare « personalizzazione ».

La seconda concezione della società per azioni muove dalla constatazione che nessuno investirebbe la sua ricchezza in attività rischiose senza un incentivo. L'incentivo più potente all'investimento è il poter scegliere tra alternative o il poter negoziare le condizioni dell'investimento a partire da una posizione di « diritto » (che è qualitativamente diversa e quantitativamente più forte di una mera posizione di « potere »). Scegliere tra opzioni concorrenti e negoziare sono forme diverse di una stessa libertà: la libertà contrattuale. Nessuno stimolo all'investimento ha mai avuto successo se ha preteso di negare a coloro che dovrebbero essere stimolati la libertà di difendere i propri interessi tramite il negoziato e tramite la contestazione giudiziaria (ne approfittano per notare che al contrattualismo il diritto alla tutela giudiziaria è tanto necessario quanto lo è lo stesso contratto). La libertà contrattuale, in materia economica, è propria di agenti razionali ed egoisti, ciascuno dei quali è in grado di perseguire le proprie preferenze ed inclinazioni con la massima efficienza, anche adottando comportamenti tattici e strategici, come in un « gioco ». Se si sopprime questa libertà, sia pure in base a un calcolo razionale di efficienza, viene meno l'incentivo a entrare in gioco e si altera il funzionamento virtuoso del mercato.

Secondo questa concezione, la disciplina delle società per azioni ha dunque il compito di mobilitare capitale che resterebbe altrimenti inerte o sottoutilizzato e lo fa creando e mantenendo le condizioni per cui diversi « giocatori », mossi ciascuno da un interesse personale, siano incentivati a entrare e rimanere nel gioco e così a dare vita, continuità, sviluppo ed impulso innovativo a iniziative economiche, tra loro concorrenti, che si assumono produttive di ricchezza anche sociale, oltre che privata. La legge deve favorire sia il raggiungimento di equilibri durevoli, senza imporli dall'esterno, sia la possibilità di cambiare questi equilibri, senza assecondare forze disgregatrici; la diversa distribuzione del potere contrattuale tra i giocatori non è di per sé negativa, salvo che nei casi in cui l'eccessiva concentrazione di potere elimini la concorrenza e faccia cessare la propensione alla contrattazione e ad essa si sostituisca l'imposizione delle condizioni da parte del contraente più forte: in questi casi compito del legislatore non è quello di sostituire un tiranno ad un altro tiranno, ma stimolare le forze che, contrastando il potere sovrachante, rendono nuovamente incerto l'esito del gioco e interessante il parteciparvi.

Dove la prima concezione rimanda a Hobbes, la seconda concezione si avvicina alla teoria del contratto sociale e, descrivendo l'organizzazione della società per azioni come un libero mercato, fa di essa una rete di relazioni contrattuali, in cui ciascun agente persegue come fine il suo interesse, utilizzando come strumento l'interesse di altri giocatori, allo scopo di sfruttare le opportunità di un comportamento strategico.

12. Anche se le opinioni di Angelici non rientrano a rigore nell'istituzionalismo « storico », il bersaglio della sua critica è evidente: esso consiste nella concezione contrattualista del diritto delle società per azioni, ma forse più ancora nella visione individualistica dei rapporti economici e sociali che del contrattualismo è la premessa culturale.

Non è dunque un caso che le prime recensioni di quest'opera siano in larga parte dedicate alla difesa di questi due punti di vista, ambedue come ho detto apertamente criticati da Angelici.

Mi riferisco soprattutto a Francesco Denozza, che pure condivide con Angelici l'idea che si debba ridimensionare la contrapposizione fra la concezione « contrattualistica » e la concezione « istituzionalistica » del diritto azionario⁽³⁾.

Denozza ha osservato in particolare che la dottrina e la giurisprudenza contemporanee del contratto ammettono senza difficoltà un controllo di coerenza dell'attuazione dello stesso rispetto alla funzione concreta (si faccia riferimento alla buona fede, alla correttezza, all'abuso o alla coerenza tra

(3) F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss.

esercizio dei diritti contrattuali e funzione del contratto): e questo fenomeno è ancor più rilevante per i c.d. contratti incompleti, tra i quali rientra pacificamente il contratto associativo. Oggi non avrebbe dunque più senso contrapporre il contratto all'impresa, né la divisione pianificata del lavoro alla organizzazione del libero mercato delle specializzazioni.

Inoltre, secondo Denozza, la teoria istituzionalista si presenta in realtà in due forme, la prima delle quali, quella secondo cui l'istituzione è un insieme di regole che guida e sostiene l'azione di soggetti che ad essa si riferiscono, è del tutto compatibile con l'ipotesi per cui le regole abbiano natura contrattuale o debbano essere dettati da qualche autorità che, dovendo scegliere tra interessi distinti e confliggenti che convergono nella fattispecie, non è legittimata a esprimere un punto di vista autonomo. Anche in questo senso, non vi sarebbe dunque una contrapposizione netta tra contratto e istituzione.

Invece, è soltanto se si assume la versione *organicista* dell'istituzionalismo — vale a dire se si ammette che esista un *proprio* interesse dell'organizzazione, *irriducibile* a quello delle persone o delle categorie di persone coinvolte dall'attività dell'impresa — è soltanto in questa ipotesi, si diceva, che si adotta un punto di vista realmente opposto a quello contrattualista.

Tuttavia, ed è qui che si coglie con chiarezza che Denozza preferisce nettamente le prospettive teoriche del contrattualismo *perché le considera più realiste*, la visione organicista non rappresenta adeguatamente gli attuali caratteri della società per azioni in quanto forma della (grande) impresa al servizio dello sviluppo di una società capitalistica: infatti, se è vero che il mercato esprime con maggior esattezza la sua funzione informativa (corrispondenza dei prezzi ai valori) in condizioni di spersonalizzazione e di standardizzazione, è altrettanto vero che, nel mercato, trovano posto asimmetrie che sono essenziali perché in esso possano trovare posto innovazione e sviluppo.

Da parte sua, in una recente relazione all'Accademia dei Lincei, anche Giuseppe Portale ha difeso da un lato la rilevanza dei soci come individui nella società per azioni, dall'altro l'esigenza di non staccare il dibattito italiano dalle grandi correnti del pensiero contemporaneo testimoniate dal diritto comparato (4).

13. Sarà ora concesso di contribuire a un dibattito così importante con qualche modesto rilievo che, per intendersi, muove dalla convinzione che la contrapposizione tra il contrattualismo e le teorie istituzionaliste o neo-istituzionaliste, di cui l'A. è uno di più importanti Maestri, abbia importanza

(4) G.B. PORTALE, *A proposito de La società per azioni. Principi e problemi di Carlo Angelici*, relazione presentata alla Accademia dei Lincei il 13 gennaio 2014, di cui ho letto la traccia grazie alla generosa cortesia dell'Autore.

soprattutto — anche se non solo, come del resto è ovvio — al momento di progettare le norme della disciplina delle società per azioni. Occorre precisare che un presupposto di quanto sto per scrivere (un presupposto che comunque non cercherò di motivare in questa sede) è che nella riforma delle società di capitali emanata in Italia nel 2003, il legislatore abbia (sia pure con qualche antinomia) assorbito parecchi punti di vista delle dottrine dell'istituzionalismo o comunque del pensiero di cui Angelici è uno dei maggiori sostenitori. Non è del resto un mistero che pochi studiosi come Carlo Angelici possono fondatamente vantarsi di aver contribuito alla riforma del 2003 e di impersonificare il legislatore storico.

Il primo rilievo è che la prospettiva della « spersonalizzazione » nella *pratica* non può affatto cancellare o limitare la rilevanza delle persone di « tutti » gli azionisti, ma semmai solo di « alcuni ».

Per esempio, può sembrare che una norma come quella dell'art. 2380 c.c. tolga rilievo al rapporto personale (al « mandato ») tra azionisti e amministratori e sia coerente alla ricostruzione della disciplina dell'organo amministrativo nel quadro del « sistema ad attività » che dovrebbe prendere il posto del « sistema ad soggetti ».

Tuttavia assolvere gli amministratori dal vincolo di « mandato », vale a dire dall'obbligo di orientare la loro azione alla tutela di un interesse sociale positivamente definito — come Angelici suggerisce nel suo libro — realisticamente consolida e incrementa i poteri degli azionisti in grado di agire strategicamente, cioè delle (normalmente poche) *persone* che possono concretamente influire sul comportamento degli amministratori. Correlativamente si riducono i contropoteri di chi non può aspirare a esercitare una simile influenza.

In ogni caso, soprattutto considerando che nella realtà italiana di oggi molte società per azioni, anche non piccole, sono ben lontane dal modello spersonalizzato che viene assunto come normativamente tipico, la rilevanza delle persone dei soci (più esattamente di alcuni soci e non di altri) sembra un dato difficile da eliminare.

Anche il momento contrattuale sembra *in pratica* resistente a ogni tentativo di soppressione. I soci che hanno rilievo personale possono non solo accordarsi fra loro, ma assumere comportamenti strategici, cioè negoziare (non necessariamente in modo esplicito) circa fini, mezzi e destinazione dei risultati dell'azione comune. La disciplina dei patti parasociali conferma peraltro che alcuni azionisti possono riconoscere ad altri azionisti un rilievo personale, che automaticamente viene negato agli esclusi. In altre parole, i soci « che possono » hanno rilievo personale e possono negoziare tra loro, mentre i soci « che non possono » (che quasi proporrei di definire « minorati », per non ripetere per l'ennesima volta la trita espressione « azionisti di minoranza ») non hanno accesso al negoziato.

14. Riconosciuto che il nuovo istituzionalismo, almeno considerato nella veste in cui si espresse nella riforma del 2003, non esclude la personalizzazione e il contrattualismo, ma li riserva soltanto a coloro che contano, a me sembra che con il passaggio dal « sistema a soggetto » al « sistema ad attività » sia stato prodotto un aggravamento della minorazione degli esclusi, ai quali vengono ridotti anche i residui spazi di negoziato, cioè di contrattualismo. Si pensi al depotenziamento della denuncia al Tribunale e delle impugnazioni, alle difficoltà (non solo di prova) che i soci esclusi da rapporti privilegiati con il *management* incontrano nel far valere eventuali pretese risarcitorie per perdita di redditività o di valore del loro investimento, al sostanziale fallimento dell'azione di responsabilità promossa dalla minoranza e della *class action* "all'italiana", che vengono entrambe penalizzate da una disciplina (anche processuale) inefficiente e dalla lontananza di chi agisce in giudizio dalle fonti di prova.

Insomma, la riforma ha indubbiamente aumentato i poteri dei soci più forti, senza dare tuttavia maggiore indipendenza al *management*, mentre ha ridotto il potenziale offensivo (in realtà autodifensivo) dei soci minori e in genere degli investitori e creditori "sostituibili", riducendone la forza negoziale: e tutto ciò, apparentemente, per conferire maggiore stabilità all'impresa, come se questa potesse essere una finalità razionalmente accettabile di per sé, mentre dovrebbe esser noto quanto danno produca all'intera comunità civile non solo la stabilità di un'impresa illecita (o di un'impresa che sia teatro di comportamenti illeciti), ma anche quella di un'impresa semplicemente malgestita.

15. Altro tratto distintivo della visione del nuovo istituzionalismo sembra essere la fiducia nella corrispondenza della realtà alle rappresentazioni della realtà, che nel diritto si possono definire « leggi » o « istituti ». La raffigurazione concettuale della pluralità degli interessi che hanno il loro centro nell'impresa porta non solo a fare astrazione dalle persone che hanno questi interessi (e che semmai divengono portatrici dell'interesse, come se questo esistesse prima delle persone), ma produce la moltiplicazione degli istituti, tramite la creazione di nuove norme e la complicazione degli istituti esistenti. Anche al legislatore neo-istituzionalista, come a quello liberale e pragmatico, pare che le norme debbano nascere dalle esigenze della pratica: ma per l'uno e per l'altro questa intuizione si attua in modo profondamente diverso.

Il legislatore liberale e pragmatico opera attraverso indagini preliminari, inviti alla discussione, invii di questionari e ripete anche nella legislazione il procedimento tipico della contrattazione, alla ricerca di una sintesi tra diverse preferenze. A tale modo di procedere è connaturata la diffusione dei modelli offerti dal diritto comparato, lo scetticismo sull'efficacia delle

riforme, l'analisi dei costi e dei benefici, la prudenza legislativa, una sorta di misoneismo « flessibile ».

Il legislatore che invece abbracci l'istituzionalismo, sia pure in una versione rinnovata, tende a porre se stesso nella posizione di vertice di un'organizzazione nomotetica, per definizione onnisciente, che dall'osservazione diretta e oggettiva della realtà (se pure eventualmente filtrata da informatori appartenenti all'organizzazione) può partire per tessere tranquillamente la sua tela, fissando in norme o comandi positivi la sua comprensione del reale, ed in tal modo probabilmente dà soddisfazione più al suo gusto per la bellezza che non alla sete di verità⁽⁵⁾. Per questo tipo di legislatore, la riforma è tanto più apprezzabile quanto più segna una discontinuità rispetto al passato, cioè se realizza una rivoluzione copernicana della norma, molto spesso lasciando però intatta la realtà. Ovvio esempio di ciò, è il rafforzamento sistematico delle oligarchie societarie, che a me pare una « parola d'ordine » della Scuola romana ferriana a partire dalla prolusione del 1961 del suo fondatore (che è all'origine del tentativo di contrapporre soci-imprenditori a soci-risparmiatori tramite la contrapposizione tra azioni ordinarie e azioni di risparmio) per giungere all'attuale edificazione di una quasi inespugnabile forza ad uso e tutela dei soci-persone, per ripararli dagli attacchi e dai presunti ricatti dei soci « addetti al rifornimento di sacchi di denaro ».

Tuttavia anche la più nitida concettualizzazione non è la realtà, e la realtà si ribella ai concetti che non le si attagliano. Ecco perché, fra l'altro, la riforma del 2003 (se la si considera dal punto di vista del successo pratico delle maggiori innovazioni), è a mio avviso una specie di albero carico di rami secchi o stentati, soprattutto (anche se non solo) nelle parti in cui essa ha trasformato in leggi le idee di alcuni esponenti del nuovo istituzionalismo, come nel caso dei patrimoni destinati, delle azioni correlate, degli strumenti finanziari partecipativi.

16. Ho parlato a proposito delle idee di Angelici di nuovo istituzionalismo: ma si potrebbe anche dire « istituzionalismo debole », per usare un'espressione coniata da Mario Libertini⁽⁶⁾, che ha difeso Angelici in una

(5) Adatto alla mia argomentazione un pensiero di F. Nietzsche sulla storia e sugli storici (tratto da *Considerazioni inattuali*, in *Opere complete*, III, 1, trad. it. Milano, 1972, 307): « Pensare la storia oggettivamente ... è il tranquillo lavoro dell'autore drammatico: ciò consiste nel pensare tutte le cose in un rapporto reciproco, nell'intendere ciò che è isolato in un tutto, dappertutto con il presupposto che si debba porre nelle cose un'unità di piano, quando non vi è contenuta. Così l'uomo tesse la sua tela sul passato e lo doma, così si manifesta il suo istinto d'arte — ma non il suo istinto di verità, il suo istinto di giustizia » (corsivo aggiunto).

(6) M. Libertini, *Un commento a Francesco Denozza in tema di contratto, impresa e società. In difesa dello "istituzionalismo debole"*, di prossima pubblicazione in *Giur. comm.*, Libertini costituisce, nelle prime pagine, una trattazione veramente esemplare di istituti oggi centrali nella disciplina dell'autonomia privata patrimoniale (buona fede e abuso del diritto,

replica alla recensione di Denozza. Credo in effetti che istituzionalismo « debole » sia il termine che meglio descrive la posizione di Angelici, perché all'istituzionalismo puro non poteva mancare un'idea « forte » di interesse sociale, da intendersi come interesse dell'impresa diverso da quello di ogni *stakeholder*. Tuttavia Angelici, lo abbiamo visto, ripudia la stessa nozione di interesse sociale, vedendo in essa un retaggio del soggettivismo, e nega dell'interesse sociale si possa dare una definizione positiva (p. 107).

sindacato sull'esercizio dei diritti, dei poteri e delle libertà) e prosegue con un parallelo che analizza criticamente l'intuitiva correlazione fra queste figure privatistiche e il vizio dell'eccesso di potere nel diritto amministrativo. La tesi di fondo dell'A. è che il rimedio pubblicistico sia più pervasivo di quelli privatistici (in quanto permette un esame della corrispondenza dell'esercizio del potere alla funzione specifica dell'attribuzione del potere, sia dal punto di vista delle garanzie normative — competenza, adeguata istruttoria, motivazione, informazione e partecipazione degli interessati — sia in quanto comprende « tutti i casi di esercizio inadeguato o inefficiente del potere stesso, rispetto a un modello ideale di cura efficace e imparziale degli interessi rilevanti », sia infine per l'efficacia del rimedio) e possa offrire una base a un'interpretazione sistematica « che estenda al sindacato sulle deliberazioni degli organi societari alcuni profili normativi del sindacato di legittimità degli atti amministrativi ».

A Libertini non posso rispondere in questa sede. Tuttavia, una volta osservato che l'istituzionalismo debole di Libertini in realtà non coincide con quello di Angelici, ma si contrappone semmai all'individualismo di Denozza, desidero esprimere almeno le mie riserve sul fatto che un'estensione del sindacato giudiziario sia efficace al di fuori di condizioni specifiche, sulle quali occorre riflettere. Sicuramente non è obiterando le persone — in particolare, sostituendo ad esse partecipazioni spersonalizzate — che si realizzano tali condizioni, né sostituendo al diritto soggettivo un interesse legittimo; tale risultato non si ottiene con sicurezza neppure estendendo la discrezionalità del giudice tramite un pur accorto e sapiente uso di clausole generali o di principi generali dell'ordinamento, anche costituzionale.

Se è lecito indugiare, a parte l'ovvia ma forse non ancora abusata considerazione che è una stortura delegare al giudice-funziionario le decisioni di impresa, al pari di quelle politiche (si vedano i contrasti sollevati dal caso della Ilva di Taranto), la discrezionalità del giudice non esige soltanto la specializzazione dei magistrati — che comunque non è lo stesso che specializzare alcuni uffici giudiziari — ma *anche* (ed è la condizione più importante) che i « giocatori » (uso la metafora del gioco avendo in mente l'opera di Braudel) possano fondatamente ritenere che l'esito non dipenda dalle preferenze sia pur disinteressate dell'arbitro. A ben vedere, le regole del gioco non sono infatti il gioco e devono lasciare libertà alle parti di adottare tattiche e strategie che permettano la continuazione del gioco stesso, anche se con ruoli o giocatori diversi. Per questo non esiste una descrizione *a priori* di correttezza e buona fede nel gioco, o di abuso del diritto, ma solo una valutazione *ex post* degli assetti di interessi raggiunti, alla stregua della correttezza e dell'osservanza sostanziale delle regole. Dunque, una condizione ineliminabile e pur spesso negletta dell'economia di mercato è che, per iniziare e proseguire, il gioco deve essere incentivato evitando che l'esito sia scontato prima che esso inizi e che i giocatori abbiano l'impressione che il risultato possa essere « cambiato » dall'esterno a partita iniziata. Per questo sorge la necessità che le regole, da un lato, non ratifichino una situazione che preesiste all'inizio della negoziazione (o alla scelta di giocare) e, dall'altro, non alterino e non corraggino i risultati delle opzioni tattico-strategiche delle parti, specie della parte più debole, purché *ex ante* abbiano una possibilità di vittoria.

Se si ritiene che questi siano aspetti rilevanti, è più opportuno che la distribuzione di ruoli e funzioni nel gioco non rappresenti una divisione gerarchica del lavoro, ma rifletta una visione associativa e cooperativa dello stesso: una visione non organicista, ma contrattuale, nella quale entrano in partita diritti formalmente uguali e non poteri gerarchicamente organizzati.

Come ho riferito nel paragrafo 4 e nel paragrafo 8 di questo scritto, ne segue che, per Angelici, in linea di principio nessuna decisione presa dagli organi sociali (amministratori o assemblea) nell'ambito delle relative competenze è annullabile adducendo a motivo che essa non è « nell'interesse della società » — e tanto meno lo sarebbe se fosse in contrasto con l'interesse di uno o più soci dissenzienti.

Come i lettori rammenteranno, Angelici sostiene che il « vero » conflitto d'interessi rinvia ad ipotesi nelle quali il socio disponga di una propria posizione, estranea rispetto alla società, e in cui « ciò potrebbe consentire all'azionista forme di arricchimento individuali indipendenti dall'investimento azionario, anzi a costo di esso » (p. 108). L'espressione « a costo dell'investimento » suscita qualche domanda: non è forse vero che si tratta di un altro modo di dire « contro l'interesse sociale »? Ammesso che sia un altro modo di far riferimento all'interesse sociale, parlare di arricchimento individuale « a costo dell'investimento » non rende forse rilevante soltanto la prospettiva di chi partecipa all'investimento, caratterizzando l'interesse sociale in modo positivo? Ma se così è, chi partecipa all'investimento? Investe solo chi (azionisti e finanziatori a medio-lungo termine) assume un rischio apprezzabile dal punto di vista della *distantia temporis*? O sono investitori solo gli azionisti, in quanto postergati rispetto a tutti gli altri finanziatori dell'impresa?

17. Espresi i miei dubbi sulla reale possibilità di fare a meno dell'interesse sociale (o sulla reale irrilevanza dell'interesse sociale), torno alla trattazione di Angelici.

Secondo Angelici, nei conflitti tra gli interessi dei soci, il cui « luogo » è l'assemblea, decide volta per volta dalla maggioranza. La minoranza non può dunque lamentarsi se le deliberazioni non sono nel suo interesse, neppure adducendo che i suoi interessi coincidono con l'interesse sociale.

Tuttavia, attribuire alla maggioranza il potere di assumere decisioni contrarie agli interessi della minoranza senza offrire alla minoranza il riparo dell'interesse sociale è una soluzione che lo stesso Angelici, come abbiamo visto, deve moderare.

Ecco infatti che lo stesso Angelici ci dice che è ben vero che ogni decisione « della maggioranza » è insindacabile dal punto di vista dell'interesse della società, ma che la maggioranza incontra « una serie di limiti: sia nel senso di impedire che, in situazioni di oggettiva riconoscibilità di interessi extrasociali, [la deliberazione assunta a maggioranza] divenga strumento per la loro realizzazione a costo della società; sia nell'altro di richiedere, quando il concreto assetto societario fornisce indici tali da giustificare l'individuazione di relazioni "personali" fra gli azionisti, che di esse "si tenga conto" e si tenga conto, quindi, anche di loro interessi non immediatamente rilevanti in una oggettiva considerazione delle azioni » (p. 127).

Anzi, secondo l'A., è sufficiente a integrare il requisito legislativo del danno potenziale il mero fatto che il voto (o più precisamente il conflitto) abbia effettivamente influito sul contenuto della deliberazione, di modo che, conclusivamente « è decisiva la corrispondenza della deliberazione all'interesse in conflitto, non di per sé la sua contrarietà ad un interesse sociale » (p. 110).

Allo stesso modo, secondo l'A., gli amministratori possono scegliere liberamente quale favorire tra gli interessi che plausibilmente possono essere riferiti all'investimento, purché « la decisione dell'amministratore non sia stata alterata da motivazioni ulteriori e che ne prescindono » (p. 419) e tenga conto delle circostanze.

A questo punto, sembra che la maggioranza e gli amministratori possano sacrificare l'interesse della minoranza, però non nel proprio interesse (e dunque nell'interesse di chi?); e che comunque la personalità dei soci possa essere un elemento da prendere in considerazione nel decidere caso per caso: conclusione che, a mio avviso, è pienamente da condividere, ma che (se ho capito bene) riporta alla ribalta la tesi combattuta con tanta ammirabile energia in tutto il libro di Angelici (7).

18. In conclusione, mi sembra utile ribadire che il contrattualismo, forte o debole che sia, non solo non esclude, ma richiede che il « gioco dei contraenti » sia assistito dalla legge e dal giudice, al quale spetta di garantire la tutela sostanziale dei diritti attraverso il rispetto formale della legge. L'atteggiamento liberale, antiautoritario, che è l'orizzonte culturale e (perché no?) politico del contrattualismo, non polemizza infatti contro la legge, ma contro la legge che impone limiti alla libertà o limita il diritto a una difesa efficace (mi riferisco per esempio alla — a mio avviso pessima — disciplina delle « azioni di classe » e alla ingiustificata mancanza, nel nostro ordinamento azionario, di un'equa regolamentazione della *pretrial discovery*); né polemizza contro l'intervento del giudice, ma semmai contro l'idea che il giudice debba considerare « anche », o addirittura « in modo preminente », l'interesse alla stabilità o all'efficienza dell'impresa, anche a costo di sacrificare quelli che debbono essere considerati diritti (e non solo poteri) degli azionisti.

(7) Mi sembra — o m'illudo — che ci sia una certa consonanza con il pensiero di Giorgio Oppo, su cui attira affettuosamente l'attenzione G. SCOGNAMIGLIO (nt. 1); a Lei va comunque il mio caloroso ringraziamento.