

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

I principi della società per azioni come istituto giuridico delle economie di mercato: confronti con la recente riforma.

Lezione introduttiva al Corso di lezioni sulla riforma delle società: Università di Bari, Taranto giovedì 8 maggio 2003.

Gustavo Visentini

maggio 2003

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

1.- *Opportunità del confronto con la tradizione.*- **I.- I principi dell'istituto.**-
 2.- *La vocazione della società per azioni alla raccolta del risparmio presso il pubblico.*- 3.- *Le tecniche della società per azioni.*- 4.- *I problemi che hanno sollevato queste tecniche.*- 5.- *Le crisi hanno stimolato i legislatori ad individuare le soluzioni.*- 5.1.- *Le leggi inglesi del 1855-56 (Company Act).*- 5.2.- *La legislazione USA sul mercato mobiliare e sulla borsa degli anni '30.*- 6.- *I principi del diritto delle società che configurano attualmente l'istituto.*- 7.- *La protezione dell'azionariato diffuso è la condizione per l'impiego della società come strumento del mercato mobiliare.*- **II.- Gli assetti proprietari configurano le società: la presenza di società con azionariato diffuso tra il pubblico caratterizza il sistema finanziario.**- 8.- *I problemi della società per azioni secondo i diversi impieghi dello strumento nella pratica commerciale (società unipersonali, società familiari, gruppi, pp.ss.).*- 9.- *Economie di mercato ed economie dirette dallo Stato.*- **III.- Orientamenti delle riforme.**- 10.- *L'economia globale costringe al mercato anche le economie miste.*- 11.- *Le proposte di aggiornamento delle discipline delle spa nei principali sistemi.*- 12.- *Come s'inserisce la nuova legge nell'indirizzo dell'economia globale del mercato finanziario italiano.*- 12.1.- *La riforma della legge sulla società.*- 12.2.- *La probabile filosofia della riforma.*-

1.- Opportunità del confronto con la tradizione.- Il mercato è la risultante di un sistema di istituzioni: le società, la concorrenza, il fallimento, il credito e la finanza, le borse, l'intervento pubblico e le agenzie amministrative, i tributi, i contratti, l'illecito civile, la criminalità economica, la giurisdizione. Oggi la qualità giuridica delle istituzioni, la tipologia di mercato e la sua funzionalità, trovano riferimento innanzitutto nella legge; nella capacità del legislatore di disporre i principi delle singole istituzioni e la loro combinazione in sistema, in aderenza alle istanze dell'economia.

Richiamare i principi di un istituto non è un vezzo dell'accademico; è una tecnica dell'operatore. I principi rispondono all'esigenza pratica del pensiero di disporre di concetti che, in quanto ordinati a sistema, siano in grado di formare le istituzioni, che sono pensiero collettivo, e quindi di controllare l'applicazione del diritto. I principi si formano comunque, spontaneamente, nella pratica, come la lingua. L'abilità della dottrina è di coglierli nell'esperienza, nell'economia, nella storia e nella comparazione: di renderli espliciti per seguirne l'evoluzione. La bravura del legislatore è di esprimerli con chiarezza nella legge, per ridurre i costi della formazione del tessuto normativo, e di portare su di essi le scelte, secondo il grado della loro incidenza sul diritto, così da rendere efficace la politica. Perciò la legge richiede approfonditi studi innanzitutto economico e sociali, e poi giuridici, nelle

riforme di particolari soluzioni, e tanto più nelle riforme complessive. L'approfondito dibattito tra i protagonisti, nelle diverse componenti, nelle sedi politiche e sociali, è indice di maturità delle istituzioni liberali; la capacità della politica di guidare il dibattito è necessità democratica.

In questa sede discutiamo delle recenti riforme delle società per azioni, delle società a responsabilità limitata e delle cooperative.

Le società, specie la società per azioni, sono componenti fondamentali della costituzione materiale dell'ordinamento dell'economia; ogni riforma presuppone studi economici e sociali, empirici e teorici, analisi giuridiche, scelte politiche. Invece la recente riforma non è accompagnata da importanti studi empirici, mentre di scarso significato sono le relazioni di accompagnamento e i lavori preparatori per capirne gli obiettivi politici, che lo stesso articolato non consente di cogliere con sicurezza e precisione. È mancato il dibattito approfondito. Vi è stata una grave carenza di politica. D'altro canto la stessa delega spesso predica valori, sui quali è difficile non concordare, piuttosto che fare scelte politiche; numerose scelte politiche che troviamo nei decreti delegati non hanno principi di riferimento nella delega, come vi accorgete quando studierete analiticamente il testo. Sono numerosi i punti esposti all'eccezione di incostituzionalità per insufficienza di delega.

Per meglio rendersi conto del significato delle novità; per agevolarne il confronto con gli indirizzi che emergono in Europa e negli Stati Uniti, per valutare le ragioni di riformare il diritto delle società per azioni in Italia, è opportuno rifarsi alla tradizione e rivisitare i principi dell'istituto. In questo senso assumo il compito che mi è stato assegnato di introdurre il Corso.

I

I PRINCIPI DELL'ISTITUTO¹

2.- La vocazione della società per azioni alla raccolta del risparmio presso il pubblico.- la società per azioni è un istituto delle economie di mercato che consente investimenti in imprese ad intenso capitale attraverso la raccolta del risparmio diffuso tra il pubblico. Si è formata con la seconda metà del XVIII sec. quando l'industrializzazione delle economie ha richiesto la concentrazione del capitale².

La società si è organizzata secondo *tecniche* che le hanno consentito la raccolta del capitale tra il pubblico diffuso dei risparmiatori. Sono state proprio queste tecniche che hanno sollevato *problemi*, per l'epoca nuovi rispetto al tradizionale diritto comune del commercio; problemi che il tempo ha manifestato e che sono stati affrontati e risolti attraverso l'elaborazione e l'applicazione dei *principi*.che hanno dato la fisionomia all'istituto moderno, dai quali avviare il confronto.

3 - Le tecniche della società per azioni.- Le particolari tecniche che, tra loro combinate, predispongono lo strumento alla raccolta del risparmio diffuso presso il pubblico, si possono così elencare.

a) La società risponde con il suo patrimonio: per le obbligazioni sociali non rispondono gli amministratori e non rispondono i soci, se non nel limite degli apporti.

¹ Utilizzo il materiale elaborato dal gruppo di ricerca di LUISS Guido Carli-Ceradi: Eugenio Ruggiero; Valeria Panzironi, Stefania Cammarata, in inglese in questa rivista <http://www.archivioceradi.luiss.it/impresa/corporate/index.htm>.

² J.MICKLEHWAIT & A.WOOLDRIDGE, *The Company: A short history of a revolutionary idea*, N.Y. 2003.

b) E' irrilevante l'identità dei soci, sia nei rapporti reciproci che verso l'ente.

c) Gli apporti al patrimonio sociale sono divisi in azioni fungibili e sono rappresentati da titoli di credito liberamente negoziabili.

d) Le azioni, che rappresentano un investimento difficilmente liquidabile, quale è il patrimonio aziendale, divengono liquide nei mercati di borsa e mobiliari.

La personalità giuridica è la formula che indica sinteticamente le tecniche della società per azioni. Infatti la società per azioni è la compagnia mercantile dell'antico diritto commerciale; alla quale è data la personalità giuridica, all'epoca riservata agli *enti morali*, per finalità pubbliche; con la capacità di emettere azioni negoziate alle borse valori. Nella sua genesi la società per azioni è la combinazione: del contratto di società mercantile, dell'ente morale, della cambiale (azioni), della borsa.

4- I problemi che hanno sollevato queste tecniche.- La capacità della società di raccogliere risparmio diffuso tra il pubblico solleva i problemi della protezione del risparmiatore, per la soluzione dei quali si è sviluppato un diritto speciale: il diritto delle società per azioni. I problemi erano nuovi e diversi da quelli che tradizionalmente affrontava il diritto comune del commercio.

Possiamo così ordinare i *problemi* che solleva la vocazione della società a raccogliere risparmio dal pubblico.

a) La concentrazione del potere in amministratori che gestiscono patrimoni per ammontare che difficilmente si sarebbero potuti raccogliere nelle mani di singoli commercianti, anche riuniti in società personali, con l'assunzione dei rischi della gestione. È il problema indicato nella *separazione della proprietà dal controllo*. Indubbiamente i problemi si sono posti anche in ordine all'organizzazione politica delle società civili, considerata la dimensione delle nuove imprese; ma quelli che ora interessano riguardano i rapporti contrattuali con il mercato.

b) L'investitore per ammontare ridotto dei conferimenti è parte *debole* nel rapporto di società, ed è perciò incapace di negoziare le condizioni del contratto d'investimento: si può trovare in trappola senza averne preso coscienza per le difficoltà ed i costi che avrebbe la trattativa.

c) Il mercato delle azioni, i mercati mobiliari in generale, sono anonimi, nel senso che le negoziazioni sono *impersonali*, tra parti che non si conoscono. Anche in questo caso il risparmiatore non è in grado di trattare le condizioni, se non limitatamente. Perciò i meccanismi della domanda e dell'offerta funzionano correttamente se, e soltanto se, il risparmiatore acquista fiducia nel corretto operare del mercato in presenza di regole di protezione. In particolare la condizione di fiducia è necessaria in quanto il singolo investitore non dispone delle conoscenze necessarie per valutare i rischi insiti nella formazione dei prezzi; ed in ogni caso acquisire i dati e le necessarie conoscenze risulterebbe eccessivamente costoso in considerazione dell'ammontare ridotto dell'investimento.

d) Il mercato delle azioni è anche il *mercato dei voti*. L'azione incorpora la partecipazione del socio, che investe con finalità di profitto, ottenendo nella società diritti corporativi, in particolare il voto, strumentali al profitto. Ma il socio di risparmio, per l'ammontare investito, per la natura stessa del suo investimento nella società quotata, è interessato alla negoziazione, non all'esercizio dei diritti corporativi, e così non è interessato al voto, che non trova difficoltà a cedere. Perciò nelle società a larga base azionaria l'azionista è facilmente disposto a delegare il voto. Si determina una situazione in cui i maggiori azionisti, o gli amministratori stessi, possono con facilità raccogliere deleghe di voto in assemblea per sostenere le loro politiche o persino per sostenere le loro stesse nomine. Il mercato del voto, l'incetta dei voti, diviene un fenomeno corrente, secondo la libertà consentita dalle legislazioni nazionali, con la conseguenza di alterare la fisionomia della società come esercizio comune dell'impresa, e di ridurre il controllo delle assemblee e delle minoranze sull'amministrazione e sui soci di controllo. Viene a mancare il naturale bilanciamento dei poteri. Si sollevano i problemi della individuazione di controlli alternativi.

Nella situazione a), nel rapporto tra risparmiatore e società, si prospetta il problema della presenza di un agente (gli amministratori della società) che gestiscono come fiduciari il patrimonio comune senza essere sottoposti al *principale* (mandante) in conseguenza della passività degli azionisti quando le

azioni sono diffuse tra il pubblico degli investitori. Si costituisce un rapporto fiduciario senza mandante in grado di esercitare il suo potere di titolare della gestione. Il problema ci riconduce alla *concentrazione* del potere in capo all'amministratore.

La posizione dell'investitore nelle situazioni b) e c), per il ridotto ammontare dell'investimento in confronto al patrimonio della società e ai volumi del mercato, è simile alla posizione del consumatore nei confronti del produttore, per la protezione del quale si sono sviluppati i principi della *tutela del consumatore*. Peraltro abbiamo una significativa differenza. Nella relazione del risparmiatore con la società e con il mercato: vi è la difficoltà di capire il valore dell'investimento per il suo contenuto finanziario.

Nel rapporto tra amministratore e risparmiatore le parti hanno il comune interesse nello scambiare la gestione del patrimonio con il pagamento dei frutti che ne derivano. Per il resto gli *interessi divergono*.

Gli amministratori sono interessati alla gestione dell'affare; sono nominati nell'assemblea da quegli azionisti che sono direttamente coinvolti negli affari sociali per l'ammontare dei capitali investiti; non raramente gli amministratori sono questi stessi soci o loro mandatari. Quando mancano i soci di riferimento per la diffusione delle azioni presso il pubblico, nei fatti gli amministratori controllano le loro stesse nomine mediante la raccolta delle deleghe di voto, mediante incroci azionari, accordi di sindacato di voto, secondo le caratteristiche degli ordinamenti nazionali. Gli amministratori sono in grado di assumere anche decisioni importanti per la società. In principio rispondono complessivamente alla società e quindi a tutti i soci, ma nei fatti rispondono agli azionisti di riferimento, quando vi sono, ai quali riferiscono e con i quali si accordano. Gli amministratori dispongono dei mezzi finanziari per sostenere le loro posizioni di potere in occasione delle nomine ed in caso di conflitti con i soci risparmiatori. Gli amministratori hanno incentivo a trattenere gli utili per rafforzare gli affari della società: il pagamento del dividendo è un costo per la società mentre è il guadagno per l'azionista. Sotto questo aspetto gli amministratori possono tradire la ragione dell'investimento dei soci diffusi, concentrata sulla distribuzione del dividendo. La loro posizione di amministratori del patrimonio consente di conoscere condizioni dalle quali possono trarre vantaggi: misure di difesa in caso di scalate; la raccolta delle deleghe di voto per ottenere le nomine; gli stessi costi della difesa sono a carico della società. A questi stessi interessi partecipano i maggiori azionisti, che dispongono della società: essi sono interessati alla gestione e ai frutti

patrimoniali; per altro verso la loro quota di investimento non è facilmente liquidabile, per l'ammontare che richiede il disporre del controllo; in ciò la loro posizione è diversa dai soci di risparmio.

Invece gli azionisti diffusi tra il pubblico dei risparmiatori non sono interessati alla gestione. Il loro interesse di risparmiatori è concentrato nei diritti patrimoniali: dividendi e liquidità delle azioni, la quale dipende dalla liquidità del mercato e dalla qualità dello stesso nella formazione dei prezzi: si dice che essi votano negoziando le azioni: sono soci del mercato.

La società per azioni è regolata in modo da dare sistemazione a questi diversi interessi, per prevenire gli abusi e creare le condizioni di fiducia, in modo da favorire lo sviluppo delle economie: per rispondere alla vocazione dell'istituto alla raccolta del capitale diffuso tra il pubblico dei risparmiatori.

5.- Le crisi hanno stimolato i legislatori ad individuare le soluzioni.- Merita sottolineare che i problemi si sono posti nell'esperienza storica di crisi che hanno costretto i legislatori ad individuare le soluzioni.

Le crisi inglesi della fine del XVIII sec. hanno stimolato l'approvazione della prima legge organica sulle società anonime, *the Company Act of 1856*. Alle crisi americane degli anni trenta è dovuta la prima legge organica sul mercato mobiliare e di borsa, *Stock Exchange Regulation*, poi ripresa in Europa, e così anche in Italia. Recenti crisi di legalità, in particolare quelle emerse negli Stati Uniti, hanno sollecitato nuovi interventi e ripropongono soluzioni anche ai legislatori europei.

Invero i maggiori problemi si sono posti nell'esperienza di crisi, e le soluzioni sono state individuate nella pratica, dagli operatori piuttosto che dall'Accademia. Ricordiamo che per Adam Smith la società per azioni è uno strumento giuridico pericoloso per i rischi di abuso e per la posizione dominante sul mercato che le dimensioni dei capitali raccolti consentono di dare ai promotori dell'iniziativa, con la conclusione che l'istituto dovrebbe essere riservato ad attività di servizi pubblici piuttosto che consentirne il libero impiego per ogni iniziativa di mercato. Come è noto le opinioni dell'Accademia

hanno ritardato la liberalizzazione della società per azioni, in Inghilterra ed anche in Francia. Ne troviamo riflessi in Italia nella discussione di Pescatore³.

5.1.- *Le leggi inglesi del 1855-56 (Company Act)*.- La legge inglese sulle società per azioni per la prima volta ha disposto la libertà di costituzione delle società per azioni (*Company by shares with limited liability*), ponendo tre principali condizioni⁴.

- Innanzitutto ha disposto la *tipicità* del rapporto di società, per dare un assetto agli interessi delle parti che fosse predeterminato dalla legge, nella impossibilità che si addivenisse alla conclusione mediante trattative, visto il numero dei risparmiatori e la loro posizione debole. La tipicità si riflette nell'organizzazione della società e nei diritti e negli obblighi dei soci. E' dalla tipicità che deriva la dottrina dei diritti individuali dei soci.

- In secondo luogo ha disposto la *pubblicità dei bilanci*, ne ha previsto la redazione annuale e ha regolato i controlli, affinché il socio sia informato e

³ M.PESCATORE, *Dei due principi, uno opposto all'altro, che si contendono l'impero del regolamento delle società per azioni*, in *Dottrine giuridiche*, Torino 1879, p.24. "Primo principio: Anche la società per azioni, come tutte le altre specie di società, civili o commerciali, sono un contratto di diritto privato: la libertà delle convenzioni, e il libero esercizio di qualunque diritto di proprietà legalmente acquisito forniscono le regole, quella per la costituzione, questo per il regolamento nell'amministrazione della società per azioni. Secondo principio (opposto al primo): le società per azioni sono istituti di diritto pubblico; i loro promotori esercitano una vera funzione sociale, soggetta ai vincoli delle legislazioni regolatrici delle funzioni sociali, e quando sono costituite, la loro amministrazione è un governo di cosa pubblica, da sottoporsi alle guarentigie, che ai governi della cosa pubblica si addicono"; l'A. conclude per la natura privata, quindi per l'abolizione della concessione amministrativa alla costituzione, ma con l'avvertenza che si tratta di istituto d'interesse pubblico per i rischi di abusi verso il pubblico risparmio, di cui fornisce ricchi esempi, istituto quindi di diritto privato speciale, regolato con norme imperative per la tutela dell'azionista. Cfr. VISENTINI G., *Argomenti di diritto commerciale*, Milano Giuffrè.

⁴ "...Robert Lowe, who masterminded the landmark Joint Stock Companies Act of 1856. If anyone deserves the title *father of the modern company*, it is Lowe"; "...no matter how much modern businessmen may presume to contrary, the company was a political creation. The company was the product of a political battle, not just the automatic result of technological innovation. And the debate forged in mid-nineteenth Britain has shadowed the institution ever since: Is the company essentially a private association, subject to the laws of the state but with no greater obligation than making money; or a public one which is supposed to act in the public interest?" J.MICKLETHWAIT- A.WOOLDRIDGE, *The Company*, cit. pp. 51, 53 (cfr. Nota precedente, PESCATORE).

affidato sulla situazione patrimoniale, che dà il prezzo dell'azione. I bilanci sono il fondamento e il presupposto del regime della trasparenza e dell'informazione che nel tempo si è sviluppato.

- Infine ha richiesto la presenza di più cointeressati alla gestione: la *pluralità dei soci* fa della società una realtà sociale ed economica diversa dall'individuo commerciante, sì da giustificare la limitazione della responsabilità al patrimonio sociale, che consegue dalla persona giuridica. Le regole che condizionano alla pluralità dei soci la limitazione della responsabilità al patrimonio sociale riflettono la presunzione che vede la società *cosa del socio* quando questo rimane solo. Sono queste regole che danno i principi per rendere responsabile chi abusa della personalità giuridica (l'abuso della persona giuridica, la perforazione del velo della persona giuridica). In altre parole la limitazione della responsabilità si giustifica nel presupposto che l'affare, essendo comune, è gestito da diversi interessati, che reciprocamente si controllano, perdendo la configurazione di affare esclusivamente individuale. È un principio implicito alla disciplina delle società, che nasce dalla regola della pluralità dei soci, principio che ha sviluppato la dottrina e la pratica, e che in buona sostanza risponde anche alla natura delle cose, poiché è presumibile che chi ha rapporti con società sotto dominio di un socio chieda a questi le garanzie a copertura di esposizioni.

5.2.- *La legislazione USA sul mercato mobiliare e sulla borsa degli anni '30.*- Le crisi degli anni 1930 hanno messo in luce i problemi della *qualità del mercato delle azioni e della borsa*, come problemi fondamentali per la protezione del risparmio diffuso. Sono problemi che i legislatori hanno affrontato con la regolamentazione delle borse valori. Questa disciplina integra la disciplina dell'organizzazione nel configurare il diritto delle società che si finanziano con il risparmio raccolto presso il pubblico.

L'interesse fondamentale del risparmiatore che ha investito in azioni e valori mobiliari è nella liquidità dell'investimento. Perciò è necessario che la liquidità sia effettiva, così da sostituire nei fatti l'esercizio dei diritti dell'azionista: l'azionista vota con il negoziare i titoli; il risparmiatore investe nella borsa; egli è piuttosto azionista del mercato che di una specifica società; quando è costretto ad esercitare i diritti di socio (azioni di responsabilità, voto in assemblea, impugnazione delle deliberazioni ecc.) significa che la crisi dell'impresa è già così avanzata da rendere nei fatti illiquido il titolo.

La *qualità delle negoziazioni* dipende, oltre che dalla sufficiente ed affidabile *informazione* da parte degli emittenti, dall'*organizzazione dei mercati* nella definizione dei prezzi; dall'*informazione*; dalla repressione di operazioni volte a manipolare i prezzi; dal comportamento degli *intermediari*, siano essi di negoziazione (agenti di cambio, sim) o di gestione (fondi d'investimento ecc.); dalla prevenzione e dalla repressione dei *conflitti d'interesse*, che si generano fisiologicamente per la posizione degli intermediari, fiduciari dei clienti, ma per professione vicini agli emittenti; dal comportamento delle reti di raccolta, i c.d. consulenti finanziari, in ordine alla sollecitazione al pubblico, alla loro posizione di dipendenza o indipendenza dall'emittente, dalle modalità di definizione dei compensi⁵.

La regolamentazione fa perno sull'*Autorità del mercato* per la gestione delle informazioni; si sviluppa sulle *incompatibilità* e nella conseguente separazione delle attività, ove necessario, *Chinese wall* (analisti finanziari e banche d'affari); sull'*azionabilità civile*, in particolare per i conflitti d'interesse, alla quale ha dato importante contributo la giurisprudenza, specialmente degli Stati Uniti.

6.- I principi del diritto delle società che configurano attualmente l'istituto.- I principi di diritto delle società per azioni aperte all'azionariato diffuso discendono dalle *scelte* politiche che sono emerse per superare le crisi di legalità, che sopra ho ricordato. Sono principi che si ricavano dalla comparazione delle legislazioni, che sono diversamente articolate secondo le tecniche di redazione, secondo lo sviluppo del modello accolto di *public company*, secondo le politiche di tutela del risparmio diffuso: maggiormente negli Stati Uniti, rispetto all'Europa.

a) *Con il potere si accompagna la responsabilità.* L'amministratore, titolare del potere della società, è personalmente responsabile per i danni causati agli azionisti direttamente, o indirettamente per le perdite subite dal patrimonio sociale, o per i danni causati ai terzi (al mercato), secondo regole che intendono rendere effettiva la sua posizione di fiduciario. Posizione particolare di

⁵ A.LEVITT, *Take on the Street: What Wall Street and Corporate America don't want you know; What you can do to fight back*, Pantheon Books, N.Y. L'A. è stato presidente della Sec

fiduciario, in quanto opera in assenza di principale, non essendo in grado gli azionisti, individualmente o nelle assemblee, di esercitare i loro poteri di mandati, per il fenomeno che si è indicato come dissociazione del potere dalla proprietà. La responsabilità degli amministratori si estende ai comportamenti scorretti nelle scalate, nelle fusioni ed incorporazioni, nell'incetta di voti per controllare le assemblee e quindi le loro stesse nomine. La loro responsabilità personale per le obbligazioni sociali può anche risultare dall'abuso della personalità giuridica, quando trattano la società come "cosa propria" (*piercing the corporate veil*). Le responsabilità si estendono agli amministratori di fatto, secondo diverse soluzioni per lo più giurisprudenziali.

b) *Competenza delle corti in volontaria giurisdizione.* In considerazione della posizione di fiduciari degli amministratori, sono previsti poteri delle corti in volontaria giurisdizione con funzione di sostituzione della volontà degli azionisti in casi di manifesta difficoltà di assumere le decisioni del principale (mandante).

c) *I diritti dell'azionista.* I diritti dell'azionista, diritti corporativi e diritti patrimoniali, è la formula che indica sinteticamente gli interessi del socio quando sono protetti da disposizioni di legge e di statuto. Si tratta in particolare dei diritti del socio nell'organizzazione sociale: informazione, azione di responsabilità, voto, impugnativa delle decisioni assembleari. I diritti sono riconosciuti in modo inderogabile dalla legge come riflesso della tipicità del rapporto societario, in risposta al problema che solleva la posizione debole del socio nel trattare le condizioni del suo investimento.

d) *La partecipazione ed il voto (un'azione un voto).* Vi è un principio sottinteso al sistema, tendenzialmente generale, con il quale comunque è bene che il legislatore si confronti quando dispone deroghe. Le limitazioni al diritto di voto devono essere riequilibrare da altri vantaggi o diritti. Le limitazioni al voto devono trovare in contropartita vantaggi economici; l'esclusione del voto è equilibrata dal diritto di recesso; quando le limitazioni o l'esclusione non trovano compenso il rapporto si trasforma nella gestione fiduciaria di beni altrui, e si accentuano i vincoli fiduciari dell'amministratore, ormai in posizione di *trustee*, soggetto a speciali vigilanze e controlli anche di portata amministrativa. L'applicazione di questo principio non è uniforme nei diversi ordinamenti e la sua stessa consistenza non è precisa. Ma ritengo che il principio faccia da parametro per intendere le eccezioni. Ricordiamo che il diritto di voto ha un suo valore patrimoniale, che si concreta sul mercato nella concorrenza per il controllo delle società: vi è il mercato per il controllo della

società; in ogni caso il voto incide sull'amministrazione: il socio vota anche con il cedere le azioni sul mercato dei voti.

e) I principi della trasparenza (*disclosure*) e della prevenzione dei *conflitti d'interesse* sono alla base del sistema di regolamentazione delle borse e dei mercati mobiliari. Le Autorità dei mercati sono speciali agenzie amministrative il cui compito è la protezione degli interessi degli azionisti e degli investitori in genere. In principio la loro competenza non è sostitutiva delle tutele che offre il diritto privato, bensì è il rafforzamento delle tutele. L'azionista non è in grado di ottenere le informazioni necessarie all'esercizio dei diritti di negoziazione e sociali; e così non è in grado di trattare i mandati di negoziazione e di gestione con gli intermediari. Le Autorità di borsa hanno il compito di assicurare l'informazione al mercato e di predisporre regole di comportamento agli intermediari per agevolare gli investitori nelle decisioni. In buona sostanza il compito delle Autorità è il monitoraggio dell'informazione, dei conflitti d'interesse, della raccolta del risparmio da parte dei c.d. consulenti finanziari, in modo da agevolare le decisioni degli investitori e degli operatori.

f) Le *sanzioni penali* rispondono ai principi della tutela penale di interessi patrimoniali. La vicenda societaria coinvolge esclusivamente interessi patrimoniali, sì che il bene tutelato si esaurisce nel patrimonio. Perciò le sanzioni di ordine penale sono delineate in modo da rafforzare e completare i rimedi di ordine civile, e sono concentrate sulla *verità dei bilanci* e delle informazioni e sulle diverse forme di *frode patrimoniale*, che assumono particolari configurazioni nella gestione delle società e nei comportamenti di mercato: formazione dei prezzi, infedeltà patrimoniali, falsità contabili, bancarotte fallimentari ecc.

Nel contesto dei mercati finanziari e delle gestioni delle società la legislazione deve articolarsi sui rimedi di ordine civile, in quanto gli interessi sono di natura esclusivamente patrimoniale, mentre il sistema delle sanzioni penali deve svolgere un ruolo deterrente e punitivo dei comportamenti fraudolenti che non consentono ai meccanismi di ordine civile di funzionare regolarmente.

7.- La protezione dell'azionariato diffuso è la condizione per l'impiego della società come strumento del mercato mobiliare.- La predisposizione di un regime speciale per la società per azioni si è reso necessario per prevenire le crisi di fiducia e consentire l'espansione della società

anonima come strumento per raccogliere il risparmio diffuso tra il pubblico. La disciplina di protezione del risparmio intende garantire questa funzione alla società per azioni. Si comprende dunque che quando la società non è indirizzata a questo fine la sua disciplina si semplifica e si riduce ad essere la disciplina di una delle forme di organizzazione dell'impresa, come dirò appresso.

L'obiettivo di accrescere la libertà del commerciante con il mettere a sua disposizione il nuovo strumento della società per azioni, che si è rivelato così importante per lo sviluppo del capitalismo, può consolidarsi soltanto se le parti che investono sono protette contro le frodi e gli abusi di potere, che rendono una parte, la parte debole, schiava dell'altra parte. Questo obiettivo prima ancora che ad istanze di giustizia del legislatore risponde all'istanza della giustizia commutativa del contratto: si deve proteggere il sinalagma del contratto dagli abusi e sviamenti della sua causa che nel corso dell'esecuzione del rapporto la parte forte può perpetrare a danno della parte debole.

La raccolta del risparmio diffuso tra il pubblico solleva il problema di mantenere l'equilibrio nelle posizioni delle due parti: imprenditore e mercato. L'equilibrio è compromesso dalla natura dell'operazione: in assenza dell'intervento del legislatore la libertà dell'investitore sarebbe sacrificata a vantaggio di coloro che per la posizione economicamente forte s'impongono nel contratto come parte dominante. È il problema della tutela del consumatore. L'esperienza ha dimostrato, e continua a dimostrare, che la parte in posizione forte spontaneamente tende alla prevaricazione, proprio perché nel momento della crisi, convinta di salvarsi, raccoglie il risparmio diffuso tra il pubblico, e poi resta essa stessa avviluppata nel comportamento abusivo. Il diritto esiste perché la morale non è sufficiente.

Prendiamo le recenti vicende che hanno portato alla condanna degli analisti finanziari negli Stati Uniti per somme rilevanti. Semplifichiamo i fatti per agevolare l'esempio. È stato dimostrato che gli analisti finanziari dipendenti dalle maggiori banche d'affari suggerivano l'acquisto di titoli azionari e la conclusione di operazioni d'investimento in società clienti della banca d'affari, allo scopo di favorire i clienti della banche; perciò le informazioni non erano corrette; è data prova che l'analista, pur avendo redatto in privato un parere negativo sull'investimento, nelle relazioni pubbliche dava parere positivo. Sul parere dei consulenti finanziari i risparmiatori hanno investito i loro risparmi, subendo in seguito gravi perdite. Il titolare dell'inchiesta giudiziaria e la Sec hanno concordato con gli interessati il versamento di penali; ora si svolgeranno

i processi civili per risarcimento dei danni. Il pagamento delle penali e il risarcimento dei danni sono condizioni per la libertà contrattuale, non vincoli che avviliscono il libero mercato; sono condizioni per lo sviluppo del mercato, affinché il risparmiatore conservi la fiducia negli investimenti.

Ma direi di più. La protezione della giustizia del contratto è anche condizione di protezione della legalità dei mercati, nella concorrenza. Le sanzioni per le illegalità, anche quando possono determinare grave crisi all'impresa, creano una condizione di favore concorrenziale per le imprese che hanno rispettato la legge. Viceversa condizioni di impunità stimolano l'illegalità diffusa al fine di essere concorrenti nei confronti dei minori costi e dei vantaggi che conseguono nell'immediato per chi profitta delle condizioni di debolezza del pubblico dei consumatori (investitori).

Soltanto il regime di protezione consente nel tempo lo sviluppo fisiologico dei mercati mobiliari privati, e quindi dà agli imprenditori la libertà di servirsi di questo strumento. La sfiducia genera l'atrofia dei mercati, accantonati come settore ridotto dell'economia, incapaci di sviluppare fisiologicamente il finanziamento di borsa. Con l'atrofia dei mercati ne viene limitata la stessa libertà degli imprenditori, che perdono il mercato della raccolta diretta come fonte fisiologica di finanziamento.

Se dunque l'obiettivo immediato è la tutela del risparmiatore, l'obiettivo finale della regolamentazione delle società per azioni e del mercato di borsa è di dare alle imprese industriali e commerciali *la libertà* di finanziarsi direttamente sui mercati del risparmio, ponendo la borsa in concorrenza con il finanziamento bancario.

II

Gli assetti proprietari configurano la società; la presenza di società con azioni diffuse tra il pubblico caratterizza il sistema finanziario

8.- I problemi della società per azioni secondo i diversi impieghi dello strumento nella pratica commerciale.- La vocazione della società per azioni è di essere strumento per la raccolta di capitali presso il risparmio diffuso tra il pubblico. Di questo ho discusso, dei problemi che ne derivano e delle soluzioni che il tempo e l'esperienza hanno consentito di individuare. Peraltro la società anonima ha avuto nelle esperienze, e trova tutt'oggi differenziati impieghi. Non vi è nessuna ragione per ostacolare questi diversi impieghi, come in passato si era pensato. Spetta all'interprete prendere coscienza delle differenze che ne conseguono e al legislatore intervenire per risolvere i problemi che possono sorgere nei rapporti tra i soci, con i terzi, sul piano amministrativo e nei riguardi del fisco.

a) *La società per azioni unipersonale.*- Persino l'imprenditore individuale può congegnare la costituzione della società e il perseguimento del rapporto in modo da essere, nella sostanza, il titolare del pacchetto azionario, sì da organizzare la sua impresa sotto la forma della società di capitali, con personalità giuridica separata. È un accadimento diffuso, di cui si è tradizionalmente occupata dottrina e giurisprudenza, che le stesse leggi talvolta considerano; ma che non dobbiamo sopra valutare nella definizione del concetto di spa, poiché è fenomeno marginale nelle esperienze e con la rilevanza di una vicenda particolare nella sistemazione intellettuale dell'istituto.

È evidente che in questo impiego non può essere consentito l'esercizio dell'impresa separando la responsabilità personale, e limitando la responsabilità per le obbligazioni sociali al patrimonio sociale. Se questo fosse consentito non avrebbe più senso conservare il principio che vuole responsabile personalmente chi esercita i poteri del proprietario, senza i controlli che ha l'organizzazione collettiva, quando è effettivamente collettiva. Peraltro non vi è ragione per impedire in questi casi l'impiego della società anonima; in questi casi è sufficiente rendere responsabile illimitatamente il socio che nei fatti è titolare di un'impresa individuale; o che comunque nei fatti esercita l'impresa

come cosa propria. Ed è questa la soluzione che troviamo negli ordinamenti, diversamente articolata. L'impiego non è vietato; la società esiste a tutti gli effetti; al titolare di fatto dell'impresa è impedita l'eccezione di limitazione di responsabilità nei casi in cui ai terzi interessa aggredire il patrimonio personale del commerciante. È la tradizionale tecnica della frode civile o dell'abuso di potere.

Va comunque ricordato che l'impiego della società per gestioni individuali, o in sostituzione di società personali o di associazioni professionali, può essere diversamente condizionato dalle regolamentazioni fiscali (come accade nella Unione Europea).

b) *La società per azioni a ristretta base azionaria (società familiare).*- Se la vocazione della società anonime è di essere strumento per la raccolta di risparmio presso il pubblico, ne è impiego fisiologico per l'esercizio di imprese familiari; anzi, risponde alla sua vocazione anche l'esercizio della società quando soltanto alcuni soci sono interessati direttamente nel commercio, mentre altri rimangono in società per ricavare un reddito dai capitali investiti. Anche questi soci chiedono le tutele di chi investe a fini di risparmio e non per gestire l'impresa. È la condizione delle società a ristretta base azionarie, dette anche familiari in quanto spesso sorte su un interesse comune commerciale del o dei fondatori, e poi continuate dagli eredi, dove gli interessi dei soci vanno differenziandosi in soci d'impresa e soci di capitale. Ricordo un'esperienza professionale che rappresenta un accadimento frequente. In seguito alla morte del genitore, che ha creato l'impresa e che ha gestito in società per azioni con i figli, conservandone il controllo, uno dei figli, ormai affermato chimico negli Stati Uniti, accetta di rimanere socio a condizione di avere la nomina del presidente del collegio sindacale, in modo da assicurarsi il controllo sulla gestione, con costi a carico della stessa società. Così è accaduto e dopo dieci anni le cose sono andate bene.

La forma della società per azioni, in luogo delle società di persone, è impiegata in questi casi a ragion veduta. I soci di capitale hanno interesse a che la legge fornisca le tutele e le garanzie di controllo che le società personali non offrono al socio estraneo alla gestione. I figli che ormai hanno scelto professioni diverse dal commercio non accetterebbero di restare in società se non fossero forniti di diritti verso i soci gestori e se i costi dei controlli non fossero a carico della società, cioè di tutti i soci. La tipicità del contratto e del rapporto e le tutele fornite dai diritti del socio sono garanzie sufficienti, ma

anche necessarie. Queste società restano sottratte alla disciplina del mercato delle società con larga base azionaria. La legge italiana del 1942 consentiva l'organizzazione di una società per azioni davvero semplificata, con amministratore unico e con la riserva statutaria di importanti competenze all'assemblea, che con la presenza di pochi soci finiva con l'essere la sede della gestione.

Nelle società familiari la tutela dei soci di capitale nei riguardi della società, e cioè dei soci d'impresa, trova la sua base nei diritti corporativi, strumenti fondamentali per garantire i diritti patrimoniali, che i soci sono in grado di esercitare, tenuto conto dell'ammontare dei capitali investiti e della sostanziale illiquidità del loro investimento. Anzi, i diritti corporativi si trovano spesso rafforzati nello statuto, e la stessa giurisprudenza ne tiene conto della fisionomia della società. Sono frequenti le clausole dello statuto che riservano la nomina di amministratori alla minoranza, oppure la nomina del presidente del collegio sindacale o del collegio stesso, che diviene il controllore per conto dei soci di capitale.

Gli stessi rapporti tra i soci sono improntati ad uno spirito di lealtà che non trova simile ragione nelle società aperte al pubblico. Negli Stati Uniti si dice che tra i soci delle società a ristretta base azionaria intercorre il vincolo fiduciario, vincolo che non troviamo tra gli azionisti delle società quotate. Analoga soluzione troviamo nella giurisprudenza germanica.

c) *La partecipazione di società ed enti alla società: gruppi, partecipazioni pubbliche.* - Il modello di società sino ad ora delineato ha soci persone fisiche. Ma soci della società per azioni possono essere persone giuridiche, anche altre società, anche lo Stato ed altri enti pubblici. La questione, dubbia negli antichi sistemi, alle origini delle legislazioni, è poi risolta pacificamente in senso positivo, ed ha trovato estesa applicazione nei diritti europei, configurando diversamente la società e caratterizzando i sistemi economici.

È evidente che la società controllata da altra società è fenomeno sociale ed economico diverso dalla società controllata da persona fisica; così è ancora differente la società posseduta da altra società, nell'ambito di un sistema di gruppo di società, dove la ripartizione tra società è soltanto una modalità di organizzazione di un'unica impresa; altro modello è la società operativa, tra altre società, di gruppo od estranee al gruppo, ad es. di alcune banche.

Come una società può essere socia di altra così la seconda può essere socia della prima; anche socia di sé stessa. Attraverso il sistema di incroci azionari, di assunzione di partecipazioni proprie, di partecipazioni detenute per il tramite di gestori del risparmio raccolto presso il pubblico (controllati dalla società partecipata), la società per azioni diviene una forma di gestione dell'impresa con caratteristiche della fondazione d'impresa, dove si perde il rapporto di dipendenza da soci persone fisiche proprietari dell'investimento e della sovranità della società. Non raramente non si saprebbe individuare la persona fisica che detiene il controllo.

Altro impiego anomalo della società è nel fenomeno indicato nella *catena di società*, che consente di controllare una società con titoli quotati con una ridotta esposizione di capitale di rischio, grazie, appunto, alla catena.

Come riflesso della diffusione dei fenomeni richiamati, il sistema economico acquista particolari caratteristiche, come è accaduto nei sistemi europei, dove l'economia industriale e commerciale delle maggiori imprese si è andata differenziando dall'economia dei paesi anglosassoni. La situazione di differenza si è accentuata per la presenza dello Stato nella gestione delle società. I problemi della società per azioni tra società o dei gruppi di società, sono profondamente diversi, come ancora diversi sono i problemi dell'azionariato di Stato. Quando il fenomeno dei gruppi, degli incroci azionari, delle società tra società, delle partecipazioni pubbliche si diffonde sino a divenire dominante nell'organizzazione delle grandi imprese, finisce per caratterizzare il mercato finanziario, e perciò il sistema economico.

Nell'economia italiana si è venuto delineando quello che chiamiamo sistema dualistico, che trova separate le maggiori imprese dalle imprese familiari, le quali ultime formano il tessuto dominante dell'economia industriale.

9.- Economie di mercato ed economie dirette dallo Stato.- Il modello della società per azioni con capitale diffuso tra il pubblico, la c.d. *public corporation*, trova la sua espansione nei sistemi economici e finanziari diretti dalle forze del mercato (*economic system driven by the market forces*). Ne è l'espressione più importante il sistema degli Stati Uniti, ed oggi del Regno Unito.

Il sistema finanziario è caratterizzato dalle importante presenza del mercato mobiliare e delle borse per la raccolta diretta del risparmio da parte delle imprese industriali e commerciali, in concorrenza con la il finanziamento

bancario; il controllo delle imprese è contendibile sul mercato delle azioni. Particolarmente sviluppato è il sistema giuridico del diritto privato a garanzia dei vincoli fiduciari e nella prevenzione dei conflitti d'interesse, prevalentemente nei rimedi del risarcimento danni. Le discipline statali e federali delle società e dei mercati finanziari hanno raggiunto gradi di sofisticazione sconosciuti in altri sistemi.

Invero l'origine inglese, e poi lo sviluppo americano della società ed il suo impiego nelle economie liberali di mercato anche nella Francia del XIX sec., non devono creare confusione con la diversa vicenda storica della industrializzazione germanica, più tarda e intensamente promossa dallo Stato e dalla finanza pubblica, nel cui contesto il modello della società anonima ha assunto diversa configurazione. Il modello ha influenzato l'Italia. Le vicende economiche e politiche tra le due guerre e poi la ricostruzione, hanno delineato in Europa continentale un sistema di economia mista, dove ha prevalso la formula della società per azioni con capitali familiari, bancari o pubblici, e del sistema d'impresa organizzato in gruppi di società, collegati secondo diverse tecniche⁶.

I modelli di economia mista francese e italiano, e quello di economia sociale della Germania, trovano nell'intermediazione bancaria la principale fonte di finanziamento dell'economia privata. La principale caratteristica è la pratica assenza della raccolta diretta, di rischio e di credito, per il finanziamento delle imprese. Le imprese più importanti sono finanziate attraverso la partecipazione delle maggiori istituzioni finanziarie (banche, banche d'affari, assicurazioni), che esercitano il controllo e garantiscono il credito. Secondo tecniche diverse (enti pubblici o di derivazione pubblica, partecipazioni incrociate, patti di sindacato ecc.) le istituzioni finanziarie sono più simili ad una fondazione che ad una società per azioni secondo il modello originario caratterizzato dalla vocazione alla raccolta del risparmio diffuso. Le imprese familiari si auto-finanziano, con il trattenere gli utili realizzati e con il credito bancario. In questo contesto il mercato di borsa è ai margini del sistema ed ha un andamento prevalentemente congiunturale e speculativo; per altro verso gli assetti proprietari delle società e la stessa caratterizzazione delle società azionarie sono profondamente diverse rispetto alla loro configurazione nel

⁶ Per la ricostruzione delle vicende che hanno portato alla differenziazione dei sistemi, J.STORY, *The Frontiers of Fortune: predicting capital prospects and casualties in the markets of future*, Edinburgh 1999.

sistema diretto dal mercato. Anche le società industriali e commerciali si configurano piuttosto come fondazioni. In questi sistemi è penetrante la regolamentazione amministrativa, che assume compiti di diretta tutela degli investitori surrogando il diritto privato.

III

ORIENTAMENTI DELLE RIFORME

10.- *L'economia globale costringe al mercato anche le economie miste.*- Diciamo *globale* perché ormai per numerosi prodotti si è formato un mercato senza frontiere, in luogo del secondo livello di scambi che i mercati nazionali trovavano nel mercato *internazionale*. Certamente assisteremo a ripensamenti rispetto all'entusiasmo degli anni passati per la radicale deregolamentazione delle economie, ma l'indirizzo è irreversibile. In Europa il mercato unico è realtà.

Nel globale le imprese e le economie sono dipendenti dalla concorrenza e dal mercato; l'economia di mercato s'impone sull'economia mista poiché di necessità la sovranità degli Stati resta circoscritta al territorio; mentre la sovranità dell'impresa può divenire mondiale, secondo la sua capacità di sostenere la concorrenza nei mercati dei capitali, dei beni e dei servizi. In questo contesto sono gli istituti privati, il diritto privato del commercio, a dominare la scena; la qualità del diritto diviene componente della concorrenza. Lo è innanzitutto la disciplina della società per azioni; e non necessariamente della società che fa appello al risparmio diffuso, poiché è il prodotto che fa le imprese regionali o globali, non la loro dimensione. È possibile che si vadano distinguendo nella disciplina le società che non fanno diretto ricorso al mercato finanziario, le società familiari, e le società che rappresentano solo la forma dell'organizzazione istituzionale dell'impresa, dalle società con proprietà diffusa. La particolare disciplina a tutela dell'azionariato diffuso è prevedibile che si formerà sulla base delle competenze dell'UE in funzione della creazione del mercato finanziario unico.

Nella concorrenza globale sono i fondamentali dell'istituto, tradizionalmente comuni, che orientano i principi del diritto delle società nelle diverse legislazioni. Invece sono destinate a cadere le particolarità nazionali quando non sono coerenti con i principi uniformi, ed in particolare quelle dovute all'intervento e alla direzione dello Stato, nell'economia mista (Francia e Italia), o alla concentrazione delle gestioni, nell'economia sociale (Germania).

In effetti constatiamo il rapido riavvicinarsi delle legislazioni per la comunanza dei problemi nella concorrenza internazionale. È dominante l'influenza degli USA, per il suo peso, ma anche perché economia di mercato per tradizione ancorata ai fondamentali comuni; mentre s'impongono mutamenti alle economie miste o sociali dei Paesi europei. Perciò negli indirizzi di riforma distinguiamo quanto è comune ai sistemi e quanto è peculiare al nostro ordinamento.

Nei suoi fondamentali l'istituto della spa è generalmente ritenuto attuale, non discusso se non da dottrine di indirizzo anticapitalistico; per vero le legislazioni nazionali, nella loro evoluzione, continuano a fare riferimento alla tradizione.

È la disciplina di una società che può avere numerosi soci; alcuni anche non direttamente coinvolti nella gestione, come accade in società familiare che vede estendersi e differenziarsi la base sociale per il naturale susseguirsi delle generazioni. Si ritiene sufficiente la disciplina tradizionale, radicata sull'organizzazione e sui diritti dei soci; che assorbe nei costi dell'organizzazione i costi che altrimenti dovrebbero sopportare i soci di risparmio per difendere i loro diritti (è accaduto frequente che in una società familiare i soci d'investimento lascino la gestione ai soci di controllo, riservandosi la nomina del presidente del collegio sindacale). Per disciplinare questi fenomeni le leggi sono generalmente buone, ormai sperimentate da ricca giurisprudenza. La legge italiana contenuta nel codice del '42 è certamente buona; richiederebbe poche modificazioni di aggiornamento, come è già stato fatto per il procedimento della costituzione della società: elasticità degli statuti in ordine al voto; qualche limatura e aggiornamento (obbligazioni, deleghe di voto, responsabilità civile ecc.); la giurisprudenza ha lavorato bene, e non deve andare perduta.

11.- Le proposte di aggiornamento della disciplina delle spa nei principali sistemi.- Le recenti crisi di legalità negli USA e la consapevolezza di problemi anche in Europa, hanno suggerito ai legislatori nazionali interventi. Le principali questioni sono le seguenti: considero le riforme negli Stati Uniti e le proposte in Francia e in Germania. Sono interventi che non mutano le caratteristiche degli istituti, la filosofia dei sistemi. Riguardano le società che fanno appello al pubblico risparmio. E' da sottolineare che anche oggi le riforme sono dettate da crisi. Anzi, le crisi hanno suggerito ai legislatori

nazionali di abbandonare per il momento le proposte di ripensamento della disciplina della società, per concentrarsi sulle modificazioni ed integrazioni rese necessarie a tutelare il mercato ed assicurarsi della fiducia dei risparmiatori.

a) Rafforzamento dei diritti degli azionisti: partecipazione alle assemblee, voto, impugnazione delle deliberazioni, controlli di legalità dell'amministrazione; azioni di responsabilità verso la società e gli esponenti della stessa. In Germania si propone di rendere responsabili secondo doveri fiduciari i soci di controllo.

b) Maggiore cura nel controllo contabile, rafforzando le responsabilità e l'indipendenza degli organi competenti.

c) Rafforzamento delle discipline di rilevazione dei conflitti d'interessi.

d) Introduzione di nuove separazioni di competenze per prevenire conflitti d'interesse (management e auditing).

e) Revisione e rafforzamento dei poteri e delle competenze delle Autorità di borsa, in particolare con l'accrescere le loro disponibilità finanziarie e stabilire la loro indipendenza.

f) Il ruolo degli *advisor* e degli analisti finanziari.

g) Una disposizione della recente legge degli Stati Uniti rende responsabili i legali della società di rilevare gli eventuali comportamenti fraudolenti degli amministratori che gestiscono la società. È una disposizione che solleva dubbi in ordine al diritto di difesa e al segreto professionale. Ne è curiosa la motivazione. Il legale pagato dalla società deve difendere la società, e perciò i soci, non gli amministratori.

h) Si discute del ruolo del consiglio di amministrazione, della sua composizione, anche come via per meglio garantire i diritti dell'azionista (la formula *corporate governance* riassume il problema). Questa discussione non è tuttavia chiara negli intenti e merita riflessione. Le proposte sembrano indirizzarsi nel senso di rafforzare il ruolo collegiale del consiglio per controbilanciare il potere dell'amministratore delegato. Il rafforzamento del ruolo va tuttavia correttamente inteso. Non può significare aprire alla rappresentanza di diversi interessi e valori, in quanto significherebbe trasformare la società in entità di definizione di scelte politiche. Ricondurre al consiglio le rappresentanze dei diversi *stake holders* è proposta che troviamo avanzata, ma per ora senza seguito; ne è forse un esempio la cogestione tedesca. L'interesse della società è predeterminato nel guadagno, nel fare

profitto. La società veste esclusivamente l'interesse del capitale (*share holders*). D'altro canto nemmeno è pensabile che si intenda imporre una gestione collegiale, poiché questa si tradurrebbe in inefficienze.

Rafforzare il ruolo del collegio dovrebbe significare rafforzare il ruolo di controllo e di monitoraggio, tenendo presente che, a differenza del ruolo del revisore contabile e del controllo di legalità, il monitoraggio del consiglio si spinge al *business judgement* e perciò è in grado di influire sul merito della gestione.

h) E' generalmente sentita, soprattutto in Francia ed in Italia, l'esigenza di un riordinamento della c.d. criminalità economica, secondo l'indirizzo di ricondurre la sanzione penale ai casi di falsi e di frodi, per lasciare la tutela ai meccanismi di diritto privato. La disciplina penale ha bisogno di precisione nella configurazione del reato, e deve avere carattere sussidiario. Invece nei tempi recenti si è sviluppata nei diversi ordinamenti secondo spinte contingenti e con caratteristiche di supplenza ai rimedi di ordine civile. Sarebbe meglio rafforzare le tutele civili, e nel presupposto del riordinamento configurare l'intervento penale.

12.- Come s'inserisce la nuova legge nell'indirizzo all'economia globale del mercato finanziario italiano.- Il problema che si trova ad affrontare il sistema finanziario italiano, come quello dei Paesi dell'Europa continentale, è l'indirizzo verso il globale, ed il grado ed i tempi di apertura, nell'armonia con le decisioni dell'Unione Europea. Rientra nel problema l'aggiornamento e l'adeguamento della disciplina delle società per azioni, ma non lo esaurisce, anzi, ne è consequenziale. Se si intende maturare la scelta politica per l'integrazione dell'economia europea, nell'economia globale, si rendono innanzitutto necessarie profonde modificazioni al nostro sistema bancario e finanziario. È la difficoltà di queste modificazioni che si frappone nell'evoluzione politica dell'Europa; la c.d. *Fortezza Europa* è certamente una visione che difficilmente può condividere la Gran Bretagna, mentre resta nell'interesse di forze politiche e culturali nei Paesi del Continente. L'evoluzione legislativa italiana, al di là del predicato, è per la *Fortezza Italia*. Con questo orientamento mi sembra coerente l'attuale riforma delle società azionarie. Vedo di spiegarmi.

12.1- *La riforma della legge sulle società.*- A mio avviso, come ho già anticipato, la disciplina del codice civile del 1942 sulle società per azioni è

ancora adeguata ed avrebbe richiesto soltanto alcune correzioni. Non vedo la necessità di una riscrittura e di un ripensamento di istituti. Meglio sarebbe stato procedere a revisioni per le parti ritenute obsolete.

L'evoluzione delle cose rende fisiologico procedere a revisioni ed integrazioni della disciplina di un istituto, come la società per azioni. Dall'entrata in vigore del codice si è proceduto in questo modo; la stessa legge del 1942, a ben vedere, è una riscrittura della precedente legislazione, che integra le modificazioni intervenute nel frattempo, con scarse novità; sappiamo che all'epoca aveva influenzato il legislatore la intenzione, a fini di propaganda, di presentare l'immagine di una riforma in chiave fascista delle codificazioni. Le revisioni ed integrazioni rispondono invece all'utilità prammatica di intervenire concretamente lì dove serve, per gli stimoli che l'evoluzione delle cose propone. Questi interventi meglio si spiegano in relazione alle situazioni che li stimolano, ed è di conseguenza più semplice coglierne la ragione politica e verificarne la consistenza. Le revisioni dell'intera legislazione rispondono piuttosto all'istanza di riordinamento in testo unico, richiedono lunga maturazione, come sta procedendo il legislatore inglese.

La nuova legge soffre di una insufficiente elaborazione e maturazione tecnica e politica. La stessa legge delega non individua se non genericamente i principi; ora i decreti accolgono soluzioni che non hanno formato oggetto di riflessione collettiva. La redazione tecnica dei testi spesso è lacunosa e lascia dubbi su questioni fondamentali. Richiamo l'attenzione sulla questione della corrispondenza tra le azioni ricevute a fronte dei conferimenti; la disciplina dei patti parasociali; l'impugnativa delle deliberazioni sociali. Nel corso delle lezioni che seguiranno avrete modo di rendervi conto delle difficoltà interpretative dipendenti piuttosto dalla formulazione delle disposizioni e dalla difficoltà di coglierne i principi, che dalla intrinseca complicazione della materia regolata. Cosa significa all'art. 2346 l'espressione "in nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore *all'ammontare globale* del capitale sociale"? Quali seri problemi ha posto la pratica sì da giustificare la previsione della costituzione della società da parte di un socio? Quale ragione trova la disciplina del prestito obbligazionario in presenza della libertà di emissione di strumenti finanziari? È rilevante la distinzione tra statuto ed atto costitutivo al fine di stabilire la modificabilità da parte dell'assemblea dei diritti dei soci?

12.2.- *La probabile filosofia della riforma.*- Tuttavia tralascio di soffermarmi sui singoli problemi. È una riflessione sull'orientamento della riforma che vi propongo, riflessione che merita discussione.

L'orientamento della disciplina è per un rafforzamento dei poteri degli organi amministrativi, per una riduzione dei controlli dell'assemblea, ed in generale per la riduzione dei diritti dei soci, come singoli e nella collettività della società; è per una sostanziale eliminazione delle disposizioni imperative, che come ho detto sono a garanzia della tipicità del contratto in quanto è sollecitato il pubblico dei risparmiatori.

Importante eccezione all'indirizzo per la riduzione dei diritti dei soci è il recesso, che viene ampliato sia nella legge sia nelle previsioni che sono consentite nella regolamentazione statutaria; anzi nei decreti risulta limitato rispetto a quanto si leggeva in bozze che informalmente erano circolate. Sembra come che il recesso sia previsto a riequilibrare il potere dei soci di controllo.

Si intravede una considerazione della società per azioni rispondente alla concezione dell'organizzazione per la gestione dell'impresa piuttosto che come strumento per la raccolta diretta del risparmio sui mercati di borsa. Sembra proprio accolto lo slogan, che un certo periodo era di moda, dell'inutilità delle assemblee. Ed invero nella società che come forma veste la gestione di un'impresa l'assemblea è, appunto, mera forma. E' la concezione più tradizionale nel nostro sistema, che l'economia globale imporrebbe di modificare, introducendo la borsa ed il mercato mobiliare come componenti essenziali del finanziamento delle imprese.

Questa conclusione non sarebbe poi così peculiare alla riforma delle società. Appare anzi in linea con la legislazione bancaria e con quella dei mercati finanziari, di cui ai rispettivi testi unici. Anche per questi settori, nonostante si sia predicata l'apertura dei mercati per affrontare la concorrenza del mercato globale, l'Italia nei fatti ha scelto soluzioni di sostanziale difesa del tradizionale sistema di autarchia nella finanza e nell'assetto proprietario delle banche e delle maggiori imprese.

Richiamo quanto ho avuto modo di dire in un precedente incontro: "In Italia, come nei paesi dell'Europa continentale, abbiamo i problemi, particolari e differenziati, che comporta la trasformazione delle economie miste, o dell'economia sociale. La trasformazione ha imposto le privatizzazioni. Sull'istituto della società azionaria si riflettono i temi degli: assetti proprietari,

incroci azionari, di voto, gruppi, azionabilità degli illeciti, conflitti d'interesse. È decisione politica se andare, e come andare, al mercato globale. Ma questi problemi vanno affrontati in coerenza con le riforme dei mercati finanziari, delle banche, del fallimento, delle privatizzazioni. Si deve prendere atto che in generale il nostro legislatore sembra affrontare il mercato globale con uno spirito di difesa dell'economia controllata, mista o sociale, più spinto della Germania e della Francia. In questo spirito la proposta in esame è coerente con gli obiettivi che taluni autorevoli studiosi hanno denunciato, di ridurre i diritti delle minoranze, di accentuare i poteri dei gestori, di circoscrivere le ipotesi di reato per falsi, di agevolare la raccolta del risparmio diffuso senza predisporre sufficienti garanzie. Peraltro anche questi obiettivi non emergono con chiarezza, e sono contraddetti in più punti dell'articolato.

La riconduzione al mercato dell'economia mista italiana è una scelta strategica che richiede determinazione e decisioni coerenti nelle riforme di più settori, ma anche gradualità. Ha costi materiali e legali. Ed è buona regola non copiare le riforme da altri, riprendendole avulse dal sistema in cui operano, senza prima averle intese e riformulate, tradotte nel diritto nazionale”^{7 8}.

⁷ Cfr. G.VISENTINI, *Economia mista ed economia di mercato: il caso italiano*, Dir. Fall. 2001, p. 54; *Osservazioni sulla recente disciplina delle società azionarie e del mercato mobiliare (Spunti di riflessione sulla sensibilità democratica nella formulazione delle scelte politiche)*; Riv. Soc. 1998, p.172; *La teoria della personalità giuridica ed i problemi della società*, Riv. Soc. 1999, p.1; *La disciplina del conflitto d'interessi nel mercato mobiliare*, Giur.Civ. commentata, 2002, p.456; anche la mia riflessione in *Il Sole 24 Ore, Il governo dell'economia sfugge al mercato*.

⁸ V anche il mio articolo “Il Governo dell'economia sfugge al mercato” su *Il Sole24H*, giovedì 27 febbraio 2003, che riproduco.

“Lo scorso anno, aperta dal prof. Antiseri, si è articolata in questo Giornale una bella discussione sul liberalismo, cui ho preso parte. Ne sento l'eco culturale nelle cose che dice il presidente D'Amato nell'intervista di giovedì scorso, dove sono riferiti accadimenti, ed indicate prospettive, con le parole di chi vive l'esperienza sulla propria pelle. La mia riflessione si ripropone piuttosto sul piano accademico.

Quando, alla fine degli anni '80, la globalizzazione impose un ripensamento nel governo dell'economia del Paese, tra gli addetti ai lavori si profilò la sostituzione dello Stato azionista con un sistema che veniva ricondotto al capitalismo renano, perché articolato sulle banche secondo l'esperienza germanica. A questo fine si doveva reintrodurre la banca mista, autorizzata ad assumere partecipazioni influenti in imprese commerciali; e si doveva accentuare la dipendenza del mercato mobiliare, cioè della raccolta diretta del risparmio, dalla banca, facendone la componente di un unico affare nella banca universale. Così si è fatto. Oggi le banche hanno influenti partecipazioni nelle maggiori imprese; hanno il monopolio di fatto del mercato mobiliare: persino la società che gestisce la borsa è delle banche.

Ma nella versione italiana il capitalismo renano si è fatto dirigismo.

Il risanamento delle banche, alcune delle quali versavano in grave crisi, le ha concentrate in pochi gruppi, e per di più collegati da incroci azionari. Sul loro assetto proprietario la Vigilanza ha il controllo nel

merito. Nella composizione del loro capitale troviamo quella figura ibrida che sono le fondazioni bancarie, vigilate dal Tesoro, ma praticamente senza padrone, certamente non dipendenti dal capitale di privati. Vediamo poi che al Garante della concorrenza è sottratta la competenza sulle banche, affidata alla Vigilanza per graduare la concorrenza alla stabilità. Ma gli obiettivi, se affidati alla stessa Autorità, sono inconciliabili. Perciò nei fatti la stabilità del sistema è divenuta stabilità delle singole imprese. Ecco che nelle maglie della regolamentazione amministrativa i gruppi sono trattenuti come in un cartello. Regolare il cartello è governare la finanza. A loro volta i gruppi, nel partecipare alle maggiori imprese commerciali, le conducono sotto l'influenza della Vigilanza, sicché per il tramite del sistema bancario si ottiene il governo delle imprese. Ed è il governo di un'economia diretta, mista. L'iniziativa delle singole unità è coordinata; i rischi sono reciprocamente traslati; le responsabilità sono anonime; i costi sono riversati in modo indifferenziato sull'economia. Le crisi gestite nei salotti buoni sono rese opache, non si rivelano o si rivelano tardi; ne restano ostacolate, per l'impossibilità di prova, le responsabilità di ordine civile, la cui presenza è segno di mercato. L'immobilizzazione del capitale avvilisce la competitività e l'innovazione, come nell'ultimo periodo delle partecipazioni statali. Chissà quanti costi, quante responsabilità, copre il luogo comune della stabilità. Non è la sofisticazione, ma la grossolanità delle istituzioni che in Italia è di ostacolo al verificarsi di crisi di legalità del tipo Enron-Andersen. Negli Usa è in corso un processo di ristrutturazione, dove l'agire legalmente si è rivelato un vantaggio di fronte al concorrente sommerso dalle azioni di responsabilità per danni nella revisione contabile e nelle analisi aziendali.

Non soltanto il capitalismo italiano non è privatizzato; a ben vedere non è nemmeno diretto dallo Stato. Propriamente non è né carne né pesce. Poiché il sistema bancario è autoreferenziale, la Vigilanza, che è al vertice, ne è l'esponente di governo. Così configurata la Vigilanza avrebbe dovuto essere separata dalla Banca d'Italia, divenuta nel frattempo indipendente come componente del sistema monetario europeo. Invece la competenza è rimasta. Sicché le banche sono ordinate in corporazione sottratta al Governo e al Parlamento. Per la legittimità democratica la direzione del capitalismo italiano è acefala.

È il vuoto della Politica, con la P maiuscola, che ha permesso che questo accadesse. Eludendo l'intervento della Politica, la risposta degli apparati tecnici all'economia globale è stata facile; senza affrontare il dolore di andare davvero al mercato. L'euforia finanziaria ha agevolato le cose. Ma la risposta è quanto mai discordante con gli imperativi dell'economia globale.

La restituzione al mercato del ruolo di governo dell'economia richiede di imputare ai privati, alle unità private, l'iniziativa, le responsabilità ed i rischi. Ne sono fondamento la concorrenza e l'insolvenza che danno al capitale la mobilità, urgente quanto la mobilità del lavoro: ricordiamoci la funzione etica del fallimento nelle economie di mercato. Condivido che in questo progetto è centrale il rinnovo del sistema finanziario. Statuto della Banca d'Italia; separazione della Vigilanza; nuove regole che facciano sostanzialmente private le fondazioni bancarie; soppressione della banca mista; affidamento al Garante della competenza anche per la concorrenza tra banche; separazione del mercato della raccolta diretta, per rendere concorrenti raccolta diretta ed indiretta a vantaggio delle imprese; e per regolare i conflitti d'interesse; diffusa azionabilità a difesa della legalità. È la sofisticazione delle istituzioni che danno al sistema liberale stabilità, pur nell'instabilità di ciascuna unità, che la competizione stimola all'innovazione; centralità del fallimento.

Soltanto un'Autorità politica capace in proprio di progetto e di gestione può affrontare i cambiamenti. Ma l'Autorità si forma se è diffusa la cultura del progetto: sono gli uomini colti che interpretano la Politica e fanno la qualità delle istituzioni del Paese. Fisicamente oggi i politici sono nuovi, e così i partiti, se così ancora li possiamo chiamare. Ma la cultura è comodamente invischiata nei luoghi comuni della tradizione. Ben venga lo stimolo della Confindustria."