

L'evoluzione del diritto delle società per azioni

ROBERTO WEIGMANN*

1.

Quando Paolo Sylos Labini fu interrogato dalla Commissione parlamentare di inchiesta sui limiti posti alla concorrenza nel campo economico, l'8 febbraio 1962 (Camera dei Deputati, 1965), la disciplina delle società di capitali dettata dal codice civile del 1942 era rimasta pressoché immutata.¹ Non era ancora iniziato il lavoro di armonizzazione del diritto societario dei Paesi fondatori della CEE, previsto dall'art. 54, paragrafo 3, lett. g) del Trattato di Roma (v. ora l'art. 50, par. 2, lett. g TFUE) che, a partire dalla Prima direttiva 68/151/CEE del 9 marzo 1968, sarebbe divenuto il più energico fattore di riforma nella materia.

Il nesso fra tutela della concorrenza e legge azionaria fu colto da Tullio Ascarelli già nella sua relazione al convegno organizzato nel 1955 dagli Amici del *Mondo* sulla lotta contro i monopoli.² Questo studioso formulò nel 1956 un suo breve progetto di riforma, che venne poi ripreso nel 1958 con un'iniziativa parlamentare degli onorevoli Lombardi e La Malfa, rimasta tuttavia senza seguito. È dunque nella cultura liberal-democratica germinata dal Partito d'Azione che si possono trovare le radici delle proposte di rinnovamento volte ad aprire e regolare i mercati. Poco dopo, scomparso prematuramente Ascarelli nel 1959, un vasto

* Università degli Studi di Torino; e-mail: roberto.weigmann@unito.it. Testo dell'intervento tenuto al convegno *Mercato e Concorrenza*, organizzato il 18 novembre 2015 a Roma presso l'Accademia Nazionale dei Lincei, in collaborazione con l'associazione Economia civile.

¹ Fra i pochi ritocchi va segnalato l'ultimo comma aggiunto all'art. 2441 c.c. dal d.lgs. C.P.S. 20 agosto 1947, n. 920, che permise di riservare ai dipendenti della società una parte delle azioni emesse in caso di aumento di capitale a pagamento.

² Se ne veda il testo in Ascarelli (1955), poi perfezionato in "I problemi delle società anonime per azioni" (1956a), con cui si inaugura la *Rivista delle Società*, da lui appena fondata.



disegno di riforme venne concepito dai nuovi governi di centro-sinistra.³ E mentre le prime proposte sulle società per azioni sembrano oggi dei promemoria su pochi punti nevralgici, le due successive versioni del progetto elaborato dalla commissione presieduta dal prof. De Gregorio nel 1965 costituiscono invece un tentativo di riscrivere complessivamente il diritto delle società di capitali.⁴

Nella testimonianza del nostro economista, la prima e più forte richiesta è quella di maggiore trasparenza, da imporsi sia con la redazione di bilanci analitici sia con l'elenco delle partecipazioni possedute in altre società. Anche gli incroci azionari andavano combattuti, in modo da rompere gli equilibri immobili fra potentati finanziari. Tali obiettivi sarebbero stati raggiunti più tardi, quanto ai bilanci con il d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127, di attuazione delle direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE relative ai conti annuali e consolidati, e quanto alle partecipazioni con la cosiddetta "miniriforma" varata col d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito con modificazioni dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e poi con l'attuazione della Seconda direttiva 77/91/CEE tramite D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30. Attualmente l'Italia è fra i Paesi europei più rigorosi sulle comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e sui limiti a quelle reciproche o circolari, ma sarebbe a mio giudizio consigliabile giungere a un divieto secco degli acquisti di azioni della società controllante da parte delle sue controllate.

Occorre però ricordare l'apporto della giurisprudenza teorica e pratica, che preparò il terreno all'impianto delle direttive, statuendo il carattere imperativo delle norme sui bilanci, destinati non solo ai soci ma anche ai terzi, conseguendone la nullità delle deliberazioni assembleari in contrasto con esse⁵.

Quanto alla Consob, la sua istituzione risale alla miniriforma del 1974 già menzionata, anche se a più riprese fu poi necessario rafforzarne la struttura e i poteri. Accese furono le discussioni sulle funzioni di questa autorità pubblica di controllo, perché molti all'epoca avrebbero voluto

³ Per un quadro nitido e particolareggiato si veda Forte (1968, specialmente pp. 429 ss).

⁴ Per una ricostruzione delle regole previste nelle due versioni del progetto si veda Cottino (1968).

⁵ Il libro di Colombo (1965) influenzò le severe pronunce della magistratura milanese e poi della Corte di cassazione.

coinvolgerla nei coltivati propositi di programmazione. Non si tenne conto, però, che per lanciare un piano non sarebbe stato sufficiente prescrivere bilanci più completi e minuziosi: questi documenti contabili, infatti, sono sempre retrospettivi, per quanto dalla serie storica dei dati possano emergere delle linee di tendenza. Si sarebbe invece dovuto acquisire la conoscenza di quei progetti di sviluppo che non sono sottoposti all'approvazione delle assemblee, ma rimangono nel chiuso delle sale dei consigli di amministrazione. Prevalse a ogni modo l'idea di affidare alla Consob il compito di garantire la trasparenza dei mercati borsistici a tutela di un investimento più consapevole dei risparmi.

2.

Non tutte le proposte di riforma avanzate e accettate furono in linea con la promozione di un mercato dei capitali efficiente e concorrenziale.⁶

Le norme del 1974 credettero nel successo delle azioni di risparmio, prive del voto ma più appetibili nel rendimento, le quali tuttavia consolidano le capacità di controllo dei più forti azionisti ordinari. A distanza di oltre quarant'anni esse sono in via di scomparsa, né è valso a rilanciarle la libertà di fissarne i privilegi concessa agli emittenti dal Testo unico in materia di intermediazione finanziaria (TUIF) del 1998 (artt. 145 ss. d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58).

Anche sulle procure di voto nelle assemblee prevalse un approccio fortemente restrittivo, che solo ultimamente è stato invertito grazie al recepimento, avvenuto col d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, della direttiva 2007/36/CE, per favorire un ruolo attivo degli azionisti: oggi le società quotate devono designare un rappresentante al quale i soci che non intervengono personalmente alle riunioni possono impartire le loro istruzioni (art. 135-*undecies* TUIF).

A sancire l'invalidità delle clausole di mero gradimento, che per lo più affidano agli amministratori in carica la scelta discrezionale di accogliere i nuovi soci e rischiano così di intralciare la circolazione delle

⁶ Per maggiori dettagli mi permetto di rinviare a Weigmann (1978).

azioni, avrebbe invece provveduto la Cassazione, con la celebre sentenza del 15 maggio 1978, n. 2365, cui fecero seguito vari interventi legislativi (si veda ora l'art. 2355-*bis* c.c.).

3.

Nell'ultimo suo scritto, Ascarelli ribadì l'idea che si dovessero spingere le società a distribuire gli utili realizzati, al fine di promuovere lo sviluppo del mercato primario e di affidare ai risparmiatori la scelta di sottoscrivere nuove emissioni (Ascarelli, 1959, pp. 1007 ss.; ma si veda già Ascarelli, 1956a, p. 305).

La proposta non considerava il maggior costo dell'intermediazione nella raccolta del denaro necessario per gli investimenti, e avrebbe accelerato quella prevalenza della dimensione finanziaria su quella industriale, che ha segnato sempre più la vita delle imprese. Anche un illustre economista, Meade, caldeggiò pochi anni dopo un trattamento tributario favorevole alla distribuzione dei dividendi.⁷ Questi suggerimenti non ebbero seguito. Le società preferirono sempre politiche aziendali di autofinanziamento. E sebbene nel secondo dopoguerra i mercati europei e soprattutto quello italiano svolsero un compito molto rilevante, in rapporto a quello americano, nell'assorbimento delle nuove emissioni, il ruolo delle borse tese viepiù a concentrarsi sul mercato secondario.⁸ Ma è proprio su quest'ultimo che, a partire dagli anni '60, si sprigionarono le forze della concorrenza.

4.

Sylos Labini riprende il concetto classico di competizione, ritenendolo più realistico di quello statico, e soggiunge che "in un mercato noi abbiamo concorrenza quando vi è la possibilità di entrare,

⁷ Vedi la recensione a Galbraith di Meade (1968, p. 390).

⁸ Lo constatava già Lamfalussy ([1968] 1972).

non l'abbiamo invece quando vi sono degli ostacoli" (Camera dei Deputati, 1965, p. 61).⁹ Egli coglie anche altri due aspetti in cui l'analisi economica si connette con la normativa societaria: *i*) ritiene che i sovraprofiti accumulati nei rami molto concentrati e con più alta produttività trabocchino dal settore in cui si originano verso altri settori, realizzando forme di integrazione orizzontale, verticale o anche diversificata mediante l'acquisto di partecipazioni in altre società; *ii*) ritiene inoltre più probabile che a investire nei settori più redditizi non siano dei novellini, ma operatori che si espandono:

"[e] chi sono in genere i candidati all'entrata? Sono forse soggetti che non esistono e che di colpo si organizzano grandi e capaci di entrare con tutti i requisiti necessari? Certamente no. Si tratta in genere di grossi complessi, che operano già in altri campi, vicini o lontani: per questi grossi complessi, finanziariamente potenti, le difficoltà connesse coi capitali e con l'organizzazione tecnica e commerciale non sono gravi" (Camera dei Deputati, 1965, p. 68).

La crescita di concorrenti pertanto può avvenire anche mediante l'acquisto di imprese già operanti, senza bisogno di costruire nuovi impianti. Ebbene, proprio in quegli anni nacque una formidabile innovazione finanziaria: l'offerta pubblica di acquisto che, meglio dei rastrellamenti, rivolgendosi direttamente con una proposta unitaria e migliorativa rispetto ai prezzi correnti agli azionisti di società a capitale diffuso, può conquistarle persino contro la volontà degli amministratori in carica. Sebbene sui mercati anglosassoni già alcune operazioni fossero state lanciate, agli osservatori italiani la tecnica del *takeover* restava sconosciuta; tuttavia, essa ebbe subito sviluppi dirompenti. Negli Stati Uniti l'ondata di acquisizioni, più o meno amichevoli, raggiunse il culmine nel biennio 1967-68, per poi riprendere negli anni successivi. Ci fu anche la parabola sfolgorante ma breve delle conglomerate.

Nella circolazione di azioni già emesse, dunque, cominciò a delinearsi una nuova funzione degli scambi, che diede vita al mercato del controllo delle società quotate. La minaccia di scalate fu teorizzata come

⁹ Sulla nozione di concorrenza mi permetto di ricordare due utili letture: Stigler (1957) e McNulty (1968).

un limite all'arbitrio manageriale, pericolosamente emancipatosi dal dovere di rendicontare il proprio operato ai proprietari delle azioni, troppo numerosi e dispersi. Se i risultati della gestione non sono soddisfacenti in termini di profitto, si affermò, cala il prezzo delle azioni e diventa conveniente rastrellarle per poi estromettere gli amministratori in carica e sostituirli con altri, più abili ed energici. Chi ha i mezzi per farlo si ripromette un guadagno derivante dall'attesa risalita delle quotazioni in virtù dei miglioramenti apportati.¹⁰

5.

In realtà, le ricognizioni sul campo non hanno pienamente confermato le deduzioni tratte da questo suggestivo modello.¹¹ Le società sono protette dalle scalate più grazie alle dimensioni che a una gestione efficiente; molte di quelle mal gestite non vengono prese di mira; quelle che muovono all'attacco non vedono salire le quotazioni dei propri titoli; ostacoli all'espansione provengono anche dalla scarsità di gruppi manageriali affiatati, da insediare alla guida delle società conquistate; si nota anche una connessione fra il numero di fusioni e acquisizioni e le epoche più inquiete e turbolente; infine le offerte, come i colpi di cannone, non sono idonee alle piccole correzioni della gestione.

In Italia dopo un primo tentativo, non troppo soddisfacente, di dettare una disciplina di queste operazioni, effettuato con la legge 18 febbraio 1992, n. 149, un approccio favorevole alla competizione sul mercato del controllo fu scelto dal TUIF del 1998. Tuttavia, questo indirizzo è stato impacciato dai successivi interventi legislativi a livello nazionale ed europeo, e del resto il suo impatto potenziale risulta attualmente molto ridotto, se si considera il numero esiguo di società scalabili quotate nella borsa italiana, dovuto agli assetti proprietari fortemente concentrati.

Ma anche sul mercato americano la spinta dirompente dei takeover-bids si è attenuata assai, coll'infittirsi delle tecniche di difesa (pillole

¹⁰ A poca distanza comparvero Marris (1964) e Manne (1965).

¹¹ Più ampi riferimenti nel mio volume (Weigmann, 1978, pp. 90 ss).

avvelenate e altri congegni) e delle leggi protezionistiche approvate dagli Stati. A partire dagli anni '90 i dibattiti si sono spostati dai buy-outs verso la corporate governance, alla ricerca delle regole più idonee per preservare una gestione efficiente in virtù di organi interni ben strutturati. Sebbene le crisi scoppiate nel nuovo secolo ammoniscano di non nutrire troppe illusioni in proposito, è opportuno perseverare in questa direzione. Ma non bisogna nemmeno moltiplicare le istanze di controllo, fino a soffocare gli impulsi innovativi in cui si condensa lo spirito imprenditoriale.

6.

Uno spazio importante nella testimonianza di Sylos Labini è dedicato al ruolo delle imprese pubbliche. Esse non devono produrre in perdita, ma nemmeno ispirarsi al “fine, proprio dell’impresa privata, di accrescere metodicamente i profitti” (espressione che l’illustre economista ritiene preferibile a quella consueta di “massimizzare i profitti”; Camera dei Deputati, 1965, p. 74). Si tratta quindi di adoperare i margini di discrezionalità che si aprono nelle gestioni aziendali per preferire anche il perseguimento di altri obiettivi, quali l’industrializzazione di aree depresse o l’abbassamento dei prezzi di beni essenziali per lo sviluppo. La conformità di tali scelte all’interesse sociale verrebbe coperta, diremmo oggi, dalla *business judgment rule*, così da escluderne la sindacabilità da parte dell’autorità giudiziaria.

Che gli enti pubblici dovessero operare secondo criteri di economicità già era stato stabilito dall’art. 3 della legge 22 dicembre 1956, n. 1589, istitutiva del Ministero delle Partecipazioni statali, mentre la stessa veste azionaria delle società da essi controllate comportava un fine di lucro. Piuttosto, si discuteva se tale criterio imponesse anche l’obbligo di remunerare il capitale ottenuto dagli enti con i fondi di dotazione, o se fosse sufficiente pareggiare i costi con i ricavi.¹²

Col senno di poi, va tuttavia sottolineato che, fra gli innumerevoli pareri espressi dibattendo la riforma delle società di capitali, nessuno

¹² In proposito si veda la nitida sintesi di Galgano (2013, pp. 445 ss).

proposte di cancellare l'originario art. 2362 del codice civile, norma ripetuta dall'art. 2497, 2° comma, per le società a responsabilità limitata. Come è noto, tale disposizione chiamava l'unico azionista a rispondere illimitatamente, in caso di insolvenza della società, per le obbligazioni sociali sorte nel periodo in cui le azioni risultavano essere appartenute alla sua sola persona. Ora, fu proprio questa garanzia sussidiaria a essere presa di mira quale fattore distorsivo della concorrenza dalla Commissione della Comunità Europea, ai sensi dell'art. 90 (vedi poi l'art. 87 TCE e ora l'art. 107 TFUE): invero, nel momento in cui il socio unico è un ente pubblico, la sua responsabilità si configura come un aiuto concesso indebitamente dallo Stato.

All'epoca in cui la politica europea di tutela della concorrenza muoveva i primi passi, questo profilo non fu notato. La soluzione prescelta dal codice nel 1942 sembrava a tutti preferibile allo scioglimento coattivo delle società ridottesi a un socio unico, mentre la pluralità dei fondatori era ritenuta connaturale alla nascita dell'ente collettivo. Anche negli anni successivi le discussioni si incentrarono sull'applicabilità della norma alla persona giuridica, oltre che a quella fisica, quale unico azionista, nonché sulle ipotesi di appartenenza sostanziale anziché di esclusiva intestazione formale delle azioni a un solo nominativo. Venne poi la dodicesima direttiva, n. 89/667 del 21 dicembre 1989, a permettere la nascita di società a responsabilità limitata con unico socio, restringendone al conferimento l'esposizione ai debiti sociali, e a estendere lo stesso trattamento anche alle società per azioni operanti con un solo azionista.

Tale disciplina, riferita all'Ente partecipazioni e finanziamento industrie manifatturiere (EFIM), rese più vulnerabile l'Italia sui mercati finanziari internazionali, al tempo del Governo Amato. La crisi della lira, come è noto, impresso una brusca accelerazione alla privatizzazione formale degli enti pubblici economici non liquidati (ENI, ENEL, ecc.), i quali assunsero la veste di società per azioni, così permettendo in un secondo tempo anche il collocamento sul mercato di buona parte di questi titoli, in base a una scelta di politica economica che viene ora ripresa con le Poste italiane e le ferrovie.

7.

Nel 1962, nonostante i corsi di borsa fossero sospinti dal miracolo economico, non si pensava alle privatizzazioni ma alle nazionalizzazioni. Quella dell'energia elettrica fu approvata con la legge n. 1643 del 6 dicembre, ma già prima si discuteva delle sue modalità e degli indennizzi. Sylos Labini ritiene appropriato un sistema all'inglese, per cui agli azionisti si corrisponde una cifra calcolata sulla media delle quotazioni registrate in un congruo periodo precedente il provvedimento ablativo. Ma, a suo giudizio, il debito non dovrebbe gravare per intero sul nuovo ente pubblico, sul quale sarebbe opportuno caricare il valore delle immobilizzazioni materiali, mentre sul bilancio dello Stato espropriante dovrebbe pesare l'eventuale sovrappiù. Altrimenti l'ente nazionale, per onorare l'alto impegno dell'esborso, sarebbe costretto a mantenere tariffe elevate, quando invece un loro ribasso favorirebbe l'avvio di nuove unità produttive, con beneficio di tutta l'economia (Camera dei Deputati, 1965, pp. 70-71).

Questo ragionamento è l'occasione per una riflessione su "quello che i commercialisti chiamano avviamento", ossia sull'incremento di valore che la borsa assegna alle azioni rispetto a quello che compendia "i materiali, gli impianti, le attrezzature e le merci in magazzino". Questa differenza "è in sostanza la capitalizzazione di redditi che in qualche modo sono protetti da quelle mura cui accennavo", ossia da un vantaggio di tipo monopolistico di cui gode l'impresa rispetto al saggio medio di profitto, e che deriva da barriere di vario genere all'entrata in campo di nuovi concorrenti. Infatti, "se l'impresa è in perfetta concorrenza, la capitalizzazione di quei redditi è eguale a zero" (ivi, p. 70).

Poste queste premesse, l'avviamento sembra essere, a prima vista, un fenomeno negativo, e l'impressione è avvalorata dall'esempio addotto della concessione governativa di acque pubbliche (si potrebbe aggiungere, ottenuta senza vincere una gara per l'assegnazione). Ma forse un approfondimento della questione è raccomandabile.

Un diritto monopolistico si coniuga in genere con la titolarità dei beni immateriali, ma la legge ne offre la protezione in cambio di vantaggi

per la collettività.¹³ dal brevetto deriva un'esclusiva temporanea nello sfruttamento industriale dell'idea, che tuttavia viene divulgata, così che altri potranno perfezionarla o comunque arricchire le loro conoscenze; il marchio consente di identificare il produttore, il quale si avvantaggia della nomea conquistata presso la clientela, e nel contempo è individuabile dai consumatori e risponde dei danni derivati dal prodotto difettoso; il semplice *know how* premia l'esperienza acquisita nel settore produttivo al quale gli imprenditori, come osserva Marshall,¹⁴ dedicano la loro esistenza, divenendo sempre più industriosi; e via dicendo. Dunque, il vantaggio monopolistico può derivare dall'inventiva e dagli sforzi di perfezionamento in cui, nella visione dinamica degli economisti classici, condivisa da Sylos Labini, consiste la concorrenza fra gli imprenditori. La stessa organizzazione è frutto di un incessante e faticoso lavoro.

I giuristi sono soliti distinguere il profilo soggettivo da quello oggettivo dell'avviamento. Il primo è legato alle qualità personali di chi guida l'impresa e non è trasmissibile come tale, ma gli può esser dato un prezzo impegnando chi cede l'azienda a non far concorrenza. Il secondo, viceversa, sembra compenetrarsi con l'azienda stessa ma, per il principio di prudenza cui si ispira il bilancio, può iscriversi all'attivo dello stato patrimoniale solo nel caso in cui è corrisposto per l'acquisto dell'azienda un prezzo superiore alla somma dei valori dei beni che la compongono. Nelle fusioni, siccome il rapporto di cambio fra le azioni delle società che partecipano all'operazione è fissato anche soppesando le diverse prospettive reddituali, può generarsi una plusvalenza.

Nei rapporti fra il proprietario dell'immobile e chi vi esercita un'attività industriale, commerciale, artigianale o turistica, che comporti contatti diretti con il pubblico degli utenti e dei consumatori, la legge presume l'esistenza dell'avviamento e ne quantifica il valore in almeno diciotto mensilità del canone di locazione (vedi ora gli artt. 34 e 35 della legge 27 luglio 1978, n. 392). Osserva Sylos Labini:

¹³ Non a caso Ascarelli (1956b) intitolò il suo libro di testo *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*.

¹⁴ La complessità del pensiero sociale di Marshall è bene messa in luce da Becattini (1962, pp. 88 ss).

“[s]e la bottega di un vasaio viene ceduta, di regola vengono pagati soltanto gli strumenti ed il materiale, ma non la capitalizzazione di sovraredditi, che in questo caso specifico non esistono perché c'è una, o quasi, completa libertà di entrata” (*ibid.*).

Questo vale nei rapporti fra il vecchio e il nuovo vasaio, il quale acquistando l'azienda subentra nel contratto di locazione anche senza il consenso del proprietario (artt. 36 e 37 della suddetta legge); non invece in quelli fra locatore e locatario, nei quali, come si è detto, si presume irrefragabilmente la presenza di una rendita di posizione connessa all'ubicazione dell'esercizio commerciale, e si vuole impedire che il proprietario se ne impadronisca a scapito dell'imprenditore (ossia del vasaio). Sarebbe stato interessante ascoltare il parere di Sylos Labini sulla legge 27 gennaio 1963, n. 19, che, a meno di un anno dalla sua audizione, anticipò le norme sopra ricordate sull'equo canone, preferendo l'interesse dei commercianti a quello dei proprietari di immobili.

8.

In questa stagione, verso sera, volteggiano sul Tevere giganteschi stormi di uccelli che si predispongono a migrare. Vedendoli il pensiero corre agli antichi auguri che dalle evoluzioni dei volatili sapevano trarre pronostici per l'avvenire. Purtroppo questa sapienza si è persa come molte altre virtù degli Etruschi e dei Romani e, anzi, a proposito dello Stato quale unico azionista o dell'avvento dell'offerta pubblica di acquisto, si è constatato che politici e studiosi insigni non seppero valutare tempestivamente né gli effetti della norma allora vigente, né le potenzialità della nuova formidabile tecnica. Perciò, è con umiltà e cautela che si può accennare a probabili sviluppi futuri.

Innanzitutto, va detto che il diritto societario esercita una modesta influenza sulle scelte imprenditoriali, come talune ricerche americane sul campo hanno potuto constatare. In secondo luogo, l'aumento numerico delle società esistenti non è affatto un indice di sviluppo economico. I giuristi se ne compiacciono, forse anche perché cresce la loro clientela.

A livello europeo non è stato possibile ottenere il consenso per varare né la V né la IX direttiva, rispettivamente destinate ad avvicinare fra loro le legislazioni dei Paesi membri dell'UE in materia di organi sociali (amministratori e assemblee) e di gruppi. Sembra che, per superare l'impasse in cui la V è finita, la Commissione punti a interventi più circoscritti, ad esempio sull'esercizio dei diritti di informazione e di voto da parte degli azionisti, o sulla composizione per generi degli organi gestionali (le cd. quote rosa). Invece, per quanto riguarda i gruppi, si può dire che ancora non si è trovata concettualmente una disciplina idonea. È significativo che in Germania, che fu il primo ordinamento a dettare una legge sui gruppi di società per azioni (Konzerne), si sia rinunciato a scrivere un testo per gli insiemi che coinvolgono società a responsabilità limitata, e si sia preferito demandare alla magistratura della suprema corte (il Bundesgerichtshof, BGH) il compito di ipotizzare una disciplina procedendo attraverso l'esame di casi concreti. Invero gli interventi giurisprudenziali hanno un andamento più limitato e sperimentale rispetto alla rigidità della legge, che fissa regole generali e astratte di cui è più difficile il cambiamento, e in quel paese il BGH si dimostra coraggioso e innovativo nell'imboccare le strade da percorrere, come anche nell'abbandonare quelle infruttuose. Dal canto suo la normativa introdotta in Italia dal 2004, con gli artt. 2497 ss. del codice civile, non sembra in grado di tracciare confini precisi fra i contrapposti interessi coinvolti nei gruppi. Il diritto cede il posto all'equità dei vantaggi compensativi e degli indennizzi reclamati dai più solerti.

L'Unione Europea non ha mai formalizzato una direttiva sulla liquidazione ed estinzione delle società. In Italia la cancellazione dal registro delle imprese comporta la perdita della personalità giuridica e i creditori sono scarsamente tutelati, sia sotto il profilo sostanziale che sotto quello processuale, se viene meno il soggetto loro debitore. Il fenomeno si ripete, in forma meno grave, quando una società trasferisce all'estero la sede o viene incorporata da un'altra straniera, magari in un diverso continente.

La legislazione di favore per le cosiddette *start-up* innovative ha comportato numerose deroghe alla disciplina codificata delle società azionarie, per taluni aspetti ponendosi in contrasto con le direttive

dell'UE. Ancora non sappiamo se l'allentamento delle regole produca più insuccessi.

Sempre a livello europeo si è aperta in questi anni una discordanza fra la giurisprudenza della Corte di giustizia, che applica alle società la legge del paese in cui si sono incorporate, anche se esercitano altrove la loro attività, e i regolamenti sulle insolvenze transfrontaliere, i quali attribuiscono la giurisdizione allo Stato in cui l'impresa ha il centro principale dei suoi affari. Di conseguenza in alcuni Paesi, timorosi di comprimere la propria sovranità, si nota una propensione a trasferire norme dal diritto sostanziale a quello delle liquidazioni coatte (ad esempio quelle sulla responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali, o sulla subordinazione dei finanziamenti erogati dai soci alla società divenuta insolvente).

Da tempo, infine, la regolamentazione dei mercati mobiliari è venuta espandendo la sua influenza sul diritto azionario, tanto che la società quotata si caratterizza ormai come un sottotipo di quella normale (si vedano ad esempio gli artt. 119 ss. del TUIF). La dematerializzazione degli strumenti finanziari trattati sui mercati regolamentati, imposta in Italia fin dal 1998, ha tolto importanza alla distinzione fra azioni nominative e al portatore. Oggi infatti le si può possedere e trasferire solo tramite un intermediario, e questo significa che non ci sono più diritti reali immediati su titoli, ma tutto deve passare attraverso contratti registrati.

Con la riforma del 2003 il testo attuale dell'art. 2346 c.c. abilita anche le società non quotate a operare in regime di dematerializzazione. Ma è più probabile che queste ultime scelgano l'alternativa, concessa dalla norma citata, di non emettere titoli azionari, nel qual caso "il trasferimento delle azioni ha effetto nei confronti della società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci" (art. 2355, 1° comma, c.c.). Che questa tecnica sia preferibile dipende dal fatto che, secondo i dati raccolti nel 2013, gli azionisti erano dieci o più solamente nel 16,47% delle società esaminate, mentre non superavano il numero di cinque in oltre i due terzi dei casi, essendo le società con unico azionista salite al 14,69% del totale censito. Si capisce che, quando la base sociale è così ristretta, il trasferimento delle azioni accade raramente; inoltre,

necessitando il cambio di intestazione nel libro dei soci perché esso si compia, gli amministratori conservano un controllo immediato sulla composizione dell'azionariato.

La pratica, prima ancora della legge, spingerà dunque verso la scomparsa di quello che nei secoli è stato il tratto caratterizzante questo tipo di società: l'incorporazione della partecipazione nel titolo cartaceo.

BIBLIOGRAFIA

- ASCARELLI T. (1955), "Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica", *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, vol. 9, pp. 273-317.
- (1956a), "I problemi delle società anonime per azioni", *Rivista delle Società*, vol. 1, pp. 3 ss.
- (1956b), *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Giuffrè, Milano.
- (1959), "Tipologia delle società per azioni e disciplina giuridica", *Rivista delle Società*, vol. 3, pp. 995 ss.
- BECATTINI G. (1962), *Il concetto d'industria e la teoria del valore*, Boringhieri, Torino.
- CAMERA DEI DEPUTATI (1965), "Interrogatorio del Prof. Paolo Sylos Labini, Seduta di giovedì 8 febbraio 1962", in *Atti della Commissione parlamentare di inchiesta sui limiti posti alla concorrenza nel campo economico*, Doc. XVIII, n. 1, Vol. II, *Resoconti stenografici degli interrogatori conoscitivi (7 febbraio 1962-16 gennaio 1963)*, Servizio studi legislazione e inchieste parlamentari, Roma, pp. 57-94; disponibile alla URL: http://legislature.camera.it/_dati/leg04/lavori/stampati/pdf/018_001001_F014.pdf.
- COLOMBO G.E. (1965), *Il bilancio di esercizio delle società per azioni*, Cedam, Padova.
- COTTINO G. (1968), *La riforma delle società commerciali*, S.T.E.M. Mucchi, Modena.
- FORTE F. (1968), *La strategia delle riforme*, Etas Kompass, Milano.
- GALGANO F. (2013), *Diritto commerciale, 2. Le società*, Zanichelli, Bologna.
- LAMFALUSSY A. ([1968] 1972), *I mercati finanziari europei*, Einaudi, Torino.
- MANNE H.J. (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, vol. 73 n. 2, pp. 110-120.
- MARRIS R. (1964), *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, Macmillan, Londra; trad. it. (1972), *La teoria economica del capitalismo manageriale*, Einaudi, Torino.
- McNULTY P.J. (1968), "Economic Theory and the Meaning of Competition", *Quarterly Journal of Economics* vol. 82 n. 4, pp. 639-656.
- MEADE J.E. (1968), "Is the 'New Industrial State' Inevitable?", *Economic Journal*, vol. 78 n. 310, pp. 372-392.
- STIGLER G.J. (1957), "Perfect Competition, Historically Contemplated", *Journal of Political Economy*, vol. 65 n. 1, pp. 1-17.
- WEIGMANN R. (1978), *Concorrenza e mercato azionario*, Giuffrè, Milano.