



UNIVERSITÀ COMMERCIALE "L. BOCCONI" DI MILANO
DOTTORATO IN DIRITTO DELL'IMPRESA – XXIX CICLO
CURRICULUM DI DIRITTO SOCIETARIO
A.A. 2017/2018

**IL CONFLITTO DI INTERESSI NELL'ASSEMBLEA
DELLE SOCIETÀ PER AZIONI**

Tesi di dottorato di Demetrio Maltese

Tutor: Chiarissimo Prof. Mario Notari

ABSTRACT

...

IL CONFLITTO DI INTERESSI NELL'ASSEMBLEA DELLE SOCIETÀ PER AZIONI

Il conflitto di interessi nell'assemblea delle società per azioni. Indice	i
Ringraziamenti.....	vi

INTRODUZIONE

Peculiarità del tema e ragioni dell'indagine. Delimitazione del campo d'indagine.	viii
--	------

CAPITOLO I

IL PROBLEMA

IL CONFLITTO TRA INTERESSI EXTRASOCIALI DEL SOCIO E L'INTERESSE DELLA SOCIETÀ: GLI INTERESSI EXTRASOCIALI DEL SOCIO DI SOCIETÀ PER AZIONI

1. Il problema: le partecipazioni di maggioranza o controllo hanno in sé un'intrinseca portata conflittuale. Il controllo non è di per sé negativo se non quando è servente il perseguimento di interessi «perversi»	1
2. Definizione di «controllo» nell'ordinamento italiano. La ricorrenza di una particolare configurazione della compagine sociale nel mercato italiano giustifica un'indagine sul conflitto di interessi nella assemblea delle società per azioni.....	15
3. I soci di maggioranza/controllo possono approvare transazioni volte ad estrarre benefici privati a scapito delle minoranze. Il fenomeno del c.d. « <i>tunneling</i> » ed una critica alla teoria dell'estrazione di benefici privati del controllo	22
4. La presenza di un socio di maggioranza/controllo assicura l'innovazione e riduce i costi di transazione quando opportunamente controbilanciata da rimedi esperibili dalle minoranze in maniera non opportunistica: prime osservazioni per una teoria della visione «sintetica» del socio di controllo	28

5. Il conflitto d'interessi nei gruppi di società si atteggia in maniera diversa in ragione della sussistenza di possibili vantaggi compensativi. Prime notazioni sulla rilevanza di efficienti meccanismi di liquidazione della partecipazione dei soci di minoranza 36
6. La dissociazione tra potere e rischio nelle società per azioni quotate è un problema esacerbato da alcuni fenomeni propri dei mercati finanziari più evoluti: cenni su *empty voting*, «proprietà nascosta» ed altre fattispecie in materia di titoli di partecipazione al capitale di società per azioni 42
7. Sintesi. L'intrinseca portata conflittuale del controllo e delle partecipazioni "evolute" al capitale delle società per azioni: definizione degli interessi extrasociali del socio nelle società per azioni 50

CAPITOLO II

IL CONFLITTO TRA INTERESSI EXTRASOCIALI DEL SOCIO E L'INTERESSE DELLA SOCIETÀ: L'INTERESSE SOCIALE

1. Le teorie dell'interesse sociale sono state caratterizzate dalla dicotomia tra contratto ed istituzione. 55
2. (segue) La rigida dicotomia è stata superata a vantaggio di un più graduato spettro di possibili chiavi ermeneutiche 64
3. Una diversa ricostruzione dell'interesse sociale deve prender le mosse dal rapporto tra società e mercato, alla luce del ruolo del tipo negoziale reale 68
4. (segue) Per poi continuare allargando l'indagine ai valori ed ai principi che sorreggono la costruzione ed il funzionamento dei mercati..... 80
5. L'assemblea non può essere un *locus* democratico a meno di non intendere l'espressione secondo una più moderna teoria della democrazia 86
6. (segue) Il rapporto tra organo assembleare e organo gestorio alla luce di una teoria della democrazia..... 91
7. Il voto in assemblea ha una funzione cruciale nel determinare l'interesse sociale: scelta dei gestori, rapporto con l'assemblea, loro rimozione..... 94
8. (segue) Primi cenni per una proposta di superamento della dicotomia contrattualismo/istituzionalismo: la rilevanza dell'organizzazione e funzione ancillare della disciplina del contratto 100

9. Oltre al ruolo del tipo negoziale prescelto e a quello del voto, la cangianza dell'interesse sociale si apprezza adottando una prospettiva "patrimoniale": dalla solidità alla crisi, dagli interessi dei soci a quelli dei creditori sociali 103
10. Sintesi. La determinazione dell'interesse sociale tra contemperamento e anticipazione di interessi: per una teoria neo-istituzionalista dell'interesse sociale..... 107

CAPITOLO III

IL SISTEMA

LA DISCIPLINA DEL CONFLITTO DI INTERESSI ASSEMBLEARE

1. Note introduttive. Conflitti, interessi e clausole generali..... 113
2. Il conflitto d'interessi del socio: dal codice di commercio all'introduzione della norma nel codice del 1942. La rilevanza del conflitto del socio si "generalizza" dalla ipotesi tipica in cui egli si trovi ad assommare in sé lo *status* di socio e la *funzione* di amministratore a tutte quelle astrattamente prevedibili e che, però, si danno nella concreta deliberazione 118
3. Gli orientamenti giurisprudenziali e dottrinali: dalla codificazione del 1942 alle novelle del 2003 e del 2010. L'impatto della *Shareholder Rights Directive* estende le ipotesi di conflitto ai soggetti che, pur privi dello *status socii*, possono, in concreto, esercitare il diritto di voto sì come incorporato nelle partecipazioni che detengono 128
4. Le opzioni di politica legislativa nella risoluzione del conflitto d'interessi assembleare sono molteplici e conducono a soluzioni normative dalla diversa efficienza *imprenditoriale*..... 135
5. (segue) L'esclusione assoluta del diritto di voto è una regola efficiente quanto ad evitare la «contaminazione» della volontà assembleare ma è inefficiente sotto il profilo dell'attività d'impresa..... 138
6. (segue) L'indifferenza assoluta rispetto alle situazioni di conflitto è una regola inefficiente quanto alla «contaminazione» della volontà assembleare e solo parzialmente efficiente quanto all'attività d'impresa 143

7. (segue) L'esclusione selettiva del diritto di voto consente di contemperare i diversi risultati in termini di efficienza, fissando una regola di <i>default</i> che è ulteriormente specificabile dai soci	145
8. L'intervento della minoranza nel procedimento deliberativo non riguarda i casi di conflitto assembleare, difettando dell'elemento della marginalità del voto nell'approvazione della deliberazione dannosa. Lo scrutinio del giudice: il rapporto tra <i>entire fairness standard of review</i> e <i>business judgment rule</i> dà ragione della scelta legislativa che privilegia l'efficienza dell'attività d'impresa, secondo il canone della correttezza procedimentale nella formazione della volontà assembleare. La "ratifica" delle decisioni gestorie mediante una <i>majority-of-the-minority rule</i> è un'ulteriore conferma della rilevanza di un principio maggioritario «rafforzato»	152
9. Sintesi. È la norma italiana in materia di conflitto di interessi assembleare adeguata rispetto alle finalità che si propone?	156

CONCLUSIONI

La legge seleziona gli interessi meritevoli di tutela, disciplina le ipotesi di conflitto tra interessi egoistici ed interessi entificati, differenzia la disciplina rimediale in base alla estraneità o meno dell'interesse egoistico rispetto a quello entificato	159
Bibliografia	163
Indice della giurisprudenza.....	187
Indice dei Documenti.....	191

RINGRAZIAMENTI

...

INTRODUZIONE

Introduzione. Peculiarità del tema e ragioni dell'indagine. Delimitazione del campo d'indagine.

«Nel moderno sviluppo dei traffici, nel quale tanta parte della produzione e della circolazione delle ricchezze è affidata alle società commerciali, [...] si è venuto a creare una posizione perplessa di disagio per quei soci che fanno parte, nello stesso tempo, di società diverse e che, in un eventuale conflitto d'interessi tra le società stesse, non potranno che favorire l'interesse di una delle società contro l'interesse dell'altra» ⁽¹⁾. Così si apre il risalente scritto di uno studioso del diritto societario il quale, con estremo acume, evidenziava quello che già era – e sempre più sarebbe stato – un costante problema del diritto delle società ⁽²⁾, al punto che, a distanza di un secolo da quello scritto, sembra opportuno tornare a parlarne.

⁽¹⁾ O. BREGLIA, *Conflitti d'interessi nelle deliberazioni delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1922, p. 654. La massiccia presenza nei mercati di investitori istituzionali – le cui attività, un tempo differenziate, sono state anch'esse oggetto di un processo di *commoditization* – comporta che in diversi settori le più grandi aziende abbiano i medesimi soci di controllo. Ad esempio, nel settore bancario americano, i primi quattro azionisti di JP Morgan Chase (BlackRock, Vanguard, Fidelity e State Street) sono anche i primi quattro azionisti di Bank of America e quattro dei primi sei azionisti di Citigroup, possedendo collettivamente il 19,2% di JP Morgan Chase, il 16,9% di Bank of America ed il 21,9% di Citigroup. Così, anche nel settore del trasporto aereo, sette azionisti che controllano il 60% di United Airlines posseggono pacchetti consistenti di alcuni concorrenti come, ad esempio, il 27,5% di Delta Airlines, il 22,3% di Southwest Airlines ed il 20,7% di JetBlue Airlines. Il problema degli *horizontal shareholdings* appartiene, in una tassonomia delle situazioni tipiche di potenziale conflitto d'interessi, ad una sub-categoria un po' più ristretta, giacché dà luogo a circostanze che facilitano dinamiche anticoncorrenziali più che a dinamiche che, classicamente, vengono considerate di "estrazione di benefici privati del controllo". Sulla necessità di una regolamentazione *antitrust* degli *horizontal shareholdings*, cfr. E. ELHAUGE, *Horizontal Shareholding*, in 109(5) *Harv. L. Rev.*, 2016, pp. 1267-ss.

⁽²⁾ Qualche anno prima, commentando una decisione del tribunale di Milano, già A. ASQUINI, *Conflitto di interessi tra socio e società nelle deliberazioni di assemblea nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1919, p. 652, rilevava come si trattasse di una «questione, che quantunque restata finora relativamente nell'ombra, è degna di meditata riflessione da parte di tutti coloro a cui sta a cuore il sano funzionamento delle società per azioni».

Sebbene quello scritto si occupasse di una forma manifesta di conflitto tra interessi, altre forme più sottili possono invero darsi all'interno della dinamica assembleare: ciò che consente di ritenere che il conflitto di interessi del socio nell'assemblea della società per azioni debba assumere nuovamente una rilevanza centrale nel dibattito contemporaneo, per almeno tre motivi. In primo luogo, in ragione della composizione delle compagini sociali e per un'elevata tendenza degli investitori – almeno nel nostro mercato ma, come si vedrà, anche in altri mercati occidentali – a conseguire diritti, prevalentemente di voto, su una frazione tanto cospicua del capitale sociale da assicurare a questi il controllo sulla società. In secondo luogo, soprattutto con riguardo alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati – forse anche in ragione di alcune discutibili scelte di politica legislativa – si è assistito alla proliferazione della diffusione di strumenti finanziari la cui progressiva sofisticazione comporta una più marcata dissociazione tra potere e rischio. Da ultimo, la tendenza – anche questa frutto di scelte di politica legislativa – a ristabilire una marcata centralità dell'organo assembleare, ciò che da sola, forse, renderebbe utile affrontare il tema oggetto di questa ricerca.

Ed infatti, tra le più recenti tendenze del diritto societario – come, del resto, è ipotizzabile accada a seguito di congiunture macroeconomiche particolarmente critiche – vi è quella che si risolve nel voler coinvolgere maggiormente il corpo degli azionisti nelle decisioni che riguardano aspetti affatto marginali della gestione della cosa sociale, pur se la centralità della decisione possa, spesse volte, apprezzarsi più sotto il profilo etico-sociale che non giuridico-manageriale⁽³⁾. Ciò, probabilmente, sul presupposto che una forma di “democrazia diretta degli azionisti” possa contribuire a risolvere il problema della composizione degli interessi entro la società per azioni, mentre assicura una forma di *stewardship* di alcuni soci a beneficio dell'intero gruppo sociale.

Tale scelta di politica legislativa può, forse, apprezzarsi quale tentativo di risposta alla serie di recenti scandali finanziari causati, per lo più, non già dall'ampio spazio discrezionale assicurato ad amministratori e dirigenti delle società protagoniste di tali

⁽³⁾ In tal senso, esplicitamente, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tratt. dir. civ. comm.* già diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni e P. Schlesinger, Milano, 2012, pp. 393-394 e, spec., nt. 108.

eventi; quanto, piuttosto, dall'esercizio viziato di tale discrezionalità, in uno con l'assenza – è legittimo ritenere – di opportune verifiche sull'operato dell'organo gestorio da parte dei *controllers* dell'impresa societaria ⁽⁴⁾.

Affacciarsi – sporgendosi – sul vasto oceano del problema del conflitto d'interessi assembleare suscita nell'osservatore sconcerto e meraviglia mentre, al contempo, stimola ad esplorare questo ampio spazio per coglierne l'essenza e la problematicità. Per poter far ciò è necessario spostarsi dalla prospettiva dell'atto a quello dell'attività ⁽⁵⁾: il diritto commerciale, infatti, indaga i profili problematici dei rapporti economici privati cercando di coglierli nella loro complessità. Li analizza e studia, cioè, secondo la prospettiva dinamica dell'attività e non già secondo quella più statica del singolo atto o fatto ⁽⁶⁾ ché, altrimenti, diverrebbe troppo difficile poter vagliare le operazioni d'impresa ⁽⁷⁾ connotate essenzialmente dal fattore della veloce mutevolezza.

⁽⁴⁾ Descrivono questo fenomeno in termini di “*management agency costs*” con riferimento alle società con una struttura azionaria caratterizzata da una proprietà diffusa (mentre ritengono si tratti di “*control agency costs*” con riferimento alle società con socio di controllo) L.A. BEBCHUK – A. HAMDANI, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, in 157 *U. Pa. L. Rev.*, 2009, pp. 1283-1285. Del resto, in ragione di un principio generale di corrispondenza tra rischio e potere (e, dunque, responsabilità), dovrebbero essere i *member patrons* ad occuparsi del monitoraggio dell'agire dei *managers*. Sul punto, D. PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988, pp. 19-20 e, spec., nt. 19 ove può rinvenirsi una qualificazione dei contratti associativi – e, dunque, per definizione, anche di quello della società per azioni – quale serie di accordi *sulle* regole del gioco cooperativo nel quale ciascun *player* mira alla realizzazione di un interesse non comune a quello degli altri giocatori: così, in ragione della cogenza garantita ai contratti associativi dall'ordinamento, essi possono essere ulteriormente qualificati quali giochi cooperativi di contrattazione.

⁽⁵⁾ Questa prospettiva può sembrare scorretta dal momento che, a primo acchito, la disciplina del conflitto d'interessi assembleare ha ad oggetto proprio specifici e singoli atti. Tuttavia, un approccio così parcellizzato rischia di generare confusione nella determinazione degli interessi in gioco, operazione che precede logicamente quella volta a verificare la sussistenza di un conflitto tra interessi. In questo senso, v. *infra*.

⁽⁶⁾ Cfr., di recente, in tal senso G. TERRANOVA, *I principi e il diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, p. 208.

⁽⁷⁾ È noto come il superamento della prospettiva dell'atto di commercio si sia avuto con la promulgazione del Codice Civile del 1942: questa ha comportato il definitivo abbandono del disposto dell'art. 8 del Codice di Commercio del 1882 (“Sono commercianti coloro che esercitano atti di commercio per professione abituale, e le società commerciali”) in favore della più moderna

Guardando all'attività di impresa e avendo a mente l'esigenza di definire l'interesse della società anche secondo tale attività, la ricerca che si propone al lettore intende analizzare la disciplina del conflitto d'interessi assembleare anzitutto scomponendo i diversi elementi della fattispecie – interesse di colui il quale esercita il diritto di voto; interesse della società; conflittualità tra primo e secondo; determinanza del voto per l'adozione (ovvero per la mancata adozione)⁽⁸⁾ della deliberazione; danno (anche solo potenziale) per la società – al fine di chiarire il perimetro applicativo della disciplina in esame.

Si avvierà il percorso ricostruttivo, dunque, studiando la morfologia degli interessi del socio, in particolare di controllo, nelle società per azioni (italiane), mettendo in risalto – probabilmente in controtendenza rispetto alla letteratura dominante – la centralità del controllo e la sua *necessità* al fine di promuovere l'innovazione e lo sviluppo, purché al controllo medesimo facciano da contraltare dei necessari meccanismi di tutela delle minoranze ché, altrimenti, l'attrattività di una "intra-presa" decrescerebbe notevolmente, e l'appello alla raccolta di capitali reso cosa del tutto marginale o, addirittura, pericolosa. Tanto si farà dopo aver evidenziato gli aspetti più problematici del controllo nonché le sue "perversioni". Si proporrà, al termine dell'*iter* descrittivo, una teoria "sintetica" del controllo: si prospetterà, dunque, una visione dell'impresa-attività quale sintesi degli interessi del controllante cui aderiscono quelli delle minoranze, opportunamente tutelati soprattutto nella forma di diritti di *exit* ⁽⁹⁾. Da ultimo, qualche breve notazione sul diritto dei gruppi e l'interesse *imprenditoriale* del gruppo sì come tradotto dal socio esercente attività di direzione e coordinamento. L'analisi procederà avendo ad oggetto certamente le società per azioni c.d. chiuse,

prospettiva dell'attività d'impresa di cui all'art. 2082 c.c. ("È imprenditore chi esercita professionalmente un'attività economica al fine della produzione o dello scambio di beni e servizi").

⁽⁸⁾ Si affronterà, infatti, anche il problema della deliberazione negativa, indagando quali possano essere i più appropriati meccanismi rimediali, attesa l'impossibilità strutturale di ricorrere per l'annullamento della deliberazione.

⁽⁹⁾ Allorquando, infatti, il socio di minoranza non dovesse più aderire alla strategia *imprenditoriale* con riflessi *societari* del socio di controllo, egli potrà ricorrere allo strumento del recesso ovvero – più facilmente in caso di società quotata – alla liquidazione dell'investimento mediante vendita della partecipazione sul mercato. Sulla dirimente rilevanza tipologica della disciplina dettata in materia di recesso, v. *infra* al par. 3 del capitolo secondo.

sebbene le incursioni nel campo delle società per azioni quotate verranno debitamente evidenziate a beneficio del lettore. In questo lavoro si è ritenuto di concentrarsi esclusivamente sugli interessi del socio di maggioranza/controllo. La ragione è da rinvenirsi nella delimitazione del campo d'indagine al solo conflitto di interessi assembleare "qualificato" e, cioè, quello di cui all'art. 2373 c.c. è fuor di dubbio che questa peculiare modalità dell'atteggiarsi del conflitto non esaurisca tutte le possibili ipotesi conflittuali, ipotesi che, tra l'altro, anche altra dottrina ha già messo in luce *sub specie* di abuso della maggioranza e violazione del dovere di correttezza⁽¹⁰⁾; allorquando ci si fosse occupati anche di questi profili, certamente gli interessi dei soci di minoranza sarebbero stati più che rilevanti, ben potendosi dare abusi "della minoranza" nelle forme dell'ostruzionismo assembleare. Tuttavia, si è ritenuto di concentrarsi sul solo conflitto qualificato, riservando ad un approfondimento futuro la trattazione dei problemi connessi.

In secondo luogo, sempre nel tentativo di tratteggiare gli interessi del socio (di maggioranza/controllo) si analizzerà il fenomeno della sempre più marcata dissociazione tra potere e rischio nelle società per azioni, quotate e non. Quest'ultimo fenomeno ben si innesta sull'architettura appena accennata, benché non sia univocamente riconducibile alle società nelle quali è presente un socio di controllo. Esso, in verità, riguarda più in generale la società per azioni quale veicolo per l'esercizio di un'attività d'impresa alla quale partecipino investitori sofisticati che scambiano gli strumenti finanziari, in forma "pura" o "derivata", sul mercato secondario. Verrà dunque affrontato lo spinoso problema dell'*empty voting* per poi passare all'esame critico della regola della *record date*, ricorrendo anche ad alcuni dati empirici disponibili con riferimento al mercato di capitali italiano⁽¹¹⁾.

Si concluderà questo primo capitolo sottolineando, da una parte, l'intrinseca portata conflittuale del controllo; e, dall'altra, la conflittualità insita nell'emissione di

⁽¹⁰⁾ Sia concesso, qui, solo un riferimento alle opere monografiche certamente più complete sul punto: cfr. A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nelle deliberazioni assembleari*, Milano, 1987; F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.

⁽¹¹⁾ Grazie ad una recente indagine empirica condotta da M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni* a cura di F. Annunziata, Milano, 2015, pp. 247-ss.

strumenti di partecipazione “evoluta” al capitale delle società per azioni. Tanto si farà per giungere ad una prima definizione degli interessi del socio di maggioranza/controllo ⁽¹²⁾.

Nel corso del secondo capitolo, poi, si ricostruirà la nozione di interesse sociale avendo riguardo, anzitutto, del quadro teorico entro cui è stato tratteggiato, tradizionalmente, l'interesse della società: le cornici del contrattualismo e dell'istituzionalismo, infatti, saranno descritte nelle loro declinazioni tradizionali, evidenziandone le caratteristiche essenziali così da cogliere le ragioni economiche e giuspolitiche sulle quali le due visioni teoriche si fondano. Da qui, l'analisi si concentrerà sulla nozione di “tipo societario” e sul rapporto esistente tra l'istituzione “mercato” e il tipo negoziale prescelto dalle parti, sottolineando come, pur non essendo possibile ricorrere esclusivamente ad una teoria normativa del tipo per qualificare gli interessi sottesi ai diversi modelli di società per azioni, inquadrare il fenomeno secondo la prospettiva dei tipi reali (o sotto-tipi) delle società per azioni sarà d'aiuto nell'individuare gli interessi tutelati dalla disciplina di ciascun real-tipo.

Successivamente, la ricostruzione dell'interesse sociale passerà per il rapporto tra società e mercato, da una parte; e tra più società nel mercato, dall'altra: si dirà della rilevanza di alcune norme costituzionali e dei trattati dell'Unione Europea nella definizione dell'interesse sociale. Da qui, ci si sposterà all'interno dell'ordinamento delle società per azioni, così da mettere in risalto il rapporto tra organi societari e il peculiare atteggiarsi di quello tra assemblea ed organo gestorio: l'interesse sociale, infatti, è sì determinato dall'assemblea secondo un principio maggioritario, benché ciò avvenga in via mediata attraverso la nomina dei componenti l'organo gestorio. Ancora, la seconda direttrice lungo la quale si muoverà la ricerca dell'interesse sociale, sarà quella della situazione patrimoniale della società: è indubbio, infatti, che lungo la linea che congiunge gli estremi della solidità patrimoniale e dell'insolvenza gli interessi coinvolti mutino e, così, anche la loro tutela.

⁽¹²⁾ La distinzione si rende necessaria in ragione della nozione di “controllo” accolta dal legislatore italiano: come è noto, infatti, l'ordinamento individua tre modalità di esercizio del controllo. Quella equivalente alla nozione – vaga – di “maggioranza” può coincidere sia con un controllo c.d. di diritto, sia con un controllo c.d. di fatto.

In ultima analisi, si propenderà per una ricostruzione dell'interesse *sociale* che valorizzi opportunamente la dimensione dell'*impresa* esercitata dal soggetto giuridico società, tentando di tener fermo e distinto il piano dell'organizzazione corporativa dal piano dell'attività, secondo l'ipotesi per la quale il primo ospita regole destinate ad esprimere la volontà di una persona giuridica secondo il principio maggioritario; ma sempre una volontà orientata all'esercizio di un'attività⁽¹³⁾ la quale sola giustifica determinati interessi (sia dei soci che della società) e, cioè, proiezione di scopi su risultati. Così, nella lettura che si propone delle norme corporative, emergerà un preponderante ruolo dell'organo gestorio ad assicurare l'efficienza imprenditoriale, secondo una visione dei soci e sempre tutelando gli interessi dei creditori volontari della società: è in questo fascio di interessi che si concreta l'interesse sociale.

Nel terzo capitolo, da ultimo, si fornirà una ricostruzione storico-comparata della disciplina del conflitto di interessi assembleare, cercando di verificare quali possano essere le diverse opzioni di tecnica legislativa nella soluzione di questa forma di conflitto. Difatti, la norma che disciplina il conflitto di interessi del "socio" è di introduzione tutto sommato recente e ha subito alcune modifiche sia con la riforma del 2003, sia con il recepimento della Direttiva Azionisti nel nostro ordinamento a far data dal 2010. Lungo il percorso ricostruttivo della disciplina se ne vaglierà la bontà e si metterà in evidenza quanto appropriata sia la norma di cui all'art. 2373 c.c. nonché se – e come – estenderne l'applicabilità ad alcune fattispecie economicamente equivalenti ma che, per arbitraggio normativo, possono sfuggire alla portata precettiva della norma medesima.

In conclusione, dopo aver ripercorso alcune recenti pronunce giurisprudenziali, si sottolineerà la marcata differenza tra conflitto di interessi ed abuso della maggioranza (o della minoranza) e si getteranno le basi per un successivo approfondimento che abbia ad oggetto il rapporto tra autonomia statutaria e norme primarie per la

⁽¹³⁾ Per C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma della società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, p. 11 si tratta di attività imprenditoriale fondamentalmente rivolta alla produzione della ricchezza. Cfr. ancora, sul punto, C. ANGELICI, *Diritto Commerciale*, I, Bari, 2002, pp. 22-ss.; P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, p. 673.

soluzione dei conflitti, indagando ancora più a fondo la strutturale analogia tra operazioni apparentemente differenti: così sarà possibile tentare di offrire agli operatori del diritto gli strumenti utili ad evitare ipotesi conflittuali dannose e, ove queste vengano comunque poste in essere, si avrà a disposizione un arnesario funzionale alla loro soluzione.

CAPITOLO I

IL PROBLEMA

IL CONFLITTO TRA INTERESSI EXTRASOCIALI DEL SOCIO E L'INTERESSE DELLA SOCIETÀ: GLI INTERESSI EXTRASOCIALI DEL SOCIO DI SOCIETÀ PER AZIONI

SOMMARIO: 1. Il problema: le partecipazioni di maggioranza o controllo hanno in sé un'intrinseca portata conflittuale. Il controllo non è di per sé negativo se non quando è servente il perseguimento di interessi «perversi». — 2. Definizione di «controllo» nell'ordinamento italiano. La ricorrenza di una particolare configurazione della compagine sociale nel mercato italiano giustifica un'indagine sul conflitto di interessi in assemblea delle società per azioni. — 3. I soci di maggioranza/controllo possono approvare transazioni volte ad estrarre benefici privati a scapito delle minoranze. Il fenomeno del c.d. «*tunneling*» ed una critica alla teoria dell'estrazione di benefici privati del controllo. — 4. La presenza di un socio di maggioranza/controllo assicura l'innovazione e riduce i costi di transazione quando opportunamente controbilanciata da rimedi esperibili dalle minoranze in maniera non opportunistica: prime osservazioni per una teoria della visione «sintetica» del socio di controllo. — 5. Il conflitto d'interessi nei gruppi di società si atteggia in maniera diversa in ragione della sussistenza di possibili vantaggi compensativi. Prime notazioni sulla rilevanza di efficienti meccanismi di liquidazione della partecipazione dei soci di minoranza. — 6. La dissociazione tra potere e rischio nelle società per azioni quotate è un problema esacerbato da alcuni fenomeni propri dei mercati finanziari più evoluti: cenni su *empty voting*, «proprietà nascosta» ed altre fattispecie in materia di titoli di partecipazione al capitale di società per azioni. — 7. Sintesi. L'intrinseca portata conflittuale del controllo e delle partecipazioni «evolute» al capitale delle società per azioni: definizione degli interessi extrasociali del socio nelle società per azioni.

1. Il problema: le partecipazioni di maggioranza o controllo hanno in sé un'intrinseca portata conflittuale. Il controllo non è di per sé negativo se non quando è servente il perseguimento di interessi «perversi».

Il diritto societario è il settore dell'ordinamento giuridico che disciplina gli atti di organizzazione dell'impresa esercitata in forma societaria, la quale società è anzitutto, per il diritto, un ente morale, astretto causalmente da un vincolo finanziario ⁽¹⁾. È

⁽¹⁾ In questo senso, cfr. V. BUONOCORE, *Le filosofie della società per azioni e l'esperienza italiana*, in *Giur. comm.*, 2015, p. 752. Nel corso del lavoro si avrà modo di giustificare questa affermazione foriera di importanti implicazioni interpretative: è, infatti, condiviso da ampia parte della letteratura che il fenomeno societario trova fondamento nella natura contrattuale della società per azioni,

agevole ritenere, dunque, che una delle più importanti funzioni del diritto societario sia quella di disciplinare i procedimenti mediante i quali la persona giuridica-società esprime la propria *volontà* nel mercato ⁽²⁾ – sia per reperire i mezzi finanziari di cui necessita, sia per “commerciare” – di modo che questa, rappresentativa degli *interessi* della società, non comporti un’illegittima compressione o violazione di altri interessi ugualmente tutelati ⁽³⁾. Affinché possano aversi procedimenti (pluralistici) efficienti e giusti, poi, l’ordinamento assegna a taluni soggetti-organi delle funzioni, in ragione

contratto mediante il quale i soggetti che vi partecipano vincolano una porzione del proprio patrimonio ad uno scopo produttivo finalizzato alla ripartizione del *surplus* prodotto mediante l’attività esercitata in comune. La genesi dell’ente, tuttavia, mentre lascia un’impronta decisiva di fonte contrattuale, non esclude che questo venga governato da una serie di norme aventi ad oggetto l’istituzione medesima ed il suo funzionamento.

⁽²⁾ La migliore dottrina ritiene che il momento iniziale a far data dal quale vi è un ente che esprime la propria volontà mediante una deliberazione assembleare adottata a maggioranza ovvero per tramite dell’organo gestorio sia da rinvenirsi nell’iscrizione dell’atto costitutivo nel registro delle imprese. Così, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, vol. 2, Torino, 2011, pp. 168-ss. In giurisprudenza, v. Cass. 1 dicembre 2011, n. 25703, in *DeJure*. Si ritiene, tra l’altro, che sia necessario e connaturato al tipo società per azioni un ufficio di esternazione della volontà (un organo, dunque, in senso forte): ciò perché mai la deliberazione (assembleare o consiliare) può sostituire la dichiarazione, la prima essendo decisione alla quale soltanto la seconda dà contegno comunicativo. In questo senso, M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1* Tipo – Costituzione – Nullità, Torino, 2003, pp. 55-58.

⁽³⁾ Gli Autori dell’opera che sinteticamente compendia la cultura gius-commercialistica di matrice prevalentemente anglosassone (pur nell’attenzione comparatistica e funzionale che riservano all’esegesi del diritto societario) ritengono che «*the appropriate goal of corporate law is to advance the aggregate welfare of a firm’s shareholders, employees, suppliers, and customers without undue sacrifice—and, if possible, with benefit—to third parties such as local communities and beneficiaries of the natural environment*». Così J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law*, 2 ed., Oxford, 2009, p. 28. Da ultimo, una lettura della funzione del diritto societario in chiave efficientista e orientata al mercato si rinviene, altresì, in J.C. COATES IV, *Mergers, Acquisitions, and Restructuring: Types, Regulation, and Patterns of Practice*, in AA. VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* edito da J. Gordon e W-G. Ringe, Oxford, 2015, p. 1 dell’estratto elettronico, secondo il quale «*[t]he core goal of corporate law and governance is to improve outcomes for participants in businesses organized as corporations, and for society, relative to what could be achieved through contract, property, and other less “regulatory” bodies of law*».

delle quali a questi soggetti sono attribuiti poteri utili a porre in essere dei procedimenti volti ad un esito efficiente, appunto ⁽⁴⁾.

La riforma delle società di capitali attuata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 ha inteso permettere che il diritto italiano transitasse da un sistema di imprenditoria “padronale” – imperniato sulla rilevanza della “proprietà” e dei suoi interessi – ad un sistema di imprenditoria manageriale ⁽⁵⁾, sul presupposto che un tale sistema potesse consentire di giungere ad una netta separazione tra “proprietà” e “amministrazione” nonché ad una maggiore indipendenza della seconda dalla prima ⁽⁶⁾. Tanto il

⁽⁴⁾ Cfr. C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 675. Il rapporto tra persona giuridica e suoi organi verrà affrontato più approfonditamente *infra*. Per ora basti ricordare che il diritto ha quale termine – sia soggettivo che oggettivo – dei propri enunciati testuali gli esseri umani, sicché soltanto i comportamenti umani possono essere misurati dal diritto: ciò perché *hominum causa omne ius constitutum est* (Hermog. D. 1.5.2). In questo senso, v. anche F. D’ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1989, pp. 9-17 (l’Autore si riferisce al pensiero di Kelsen sul punto, ponendolo in paragone con una simile elaborazione rinvenibile nell’opera di Ascarelli: sebbene per entrambi il soggetto di diritto sia “soltanto” un *Teilrechtsordnung*, per il secondo i concetti destinati a ordinare e classificare la realtà extranormativa – persona fisica – mantengono una rilevanza per il giurista, pur concordando col primo sulla natura della persona giuridica). Sul significato del passo di Ermogeniano, v. S. TAFARO, *Centralità dell’uomo (persona)*, in *Studi per Giovanni Nicosia*, Milano, 2007, pp. 104-ss., secondo il quale i redattori delle *Institutiones* di Giustiniano, ben svolgendo una compiuta sintesi del diritto romano così come si presentava al VI sec. d.C., giunsero, all’esito della propria opera di sistematizzazione, alla «conclusione che tutto lo *ius* era stato caratterizzato dalla massima considerazione delle persone, tanto da potersi dire creato in funzione di loro»: *Ibid.*, p. 108.

Sebbene indiscussa sia, dunque, la rilevanza della persona fisica, deve comunque riconoscersi che l’ordinamento provvede a disciplinare i fenomeni associativi così da regolare il modo di svolgersi delle relazioni tra diversi soggetti-persone fisiche, giungendo dunque a dettare norme utili alla creazione ed alla vita delle persone giuridiche le quali, così, assurgono al ruolo di soggetti di diritto tanto quanto le persone fisiche. È una considerazione che, per quanto ovvia, è comunque utile a dare fondamento alle teorie dell’interesse sociale sì come riferibile alla persona giuridica, come si avrà modo di argomentare *infra*.

⁽⁵⁾ Strada imboccata in maniera netta, agli inizi degli anni ‘90 del secolo scorso, da diversi legislatori dell’Unione Europea, così come anche riportato, da ultimo, da A. GUACCERO, *L’attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell’assemblea(?)*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 419.

⁽⁶⁾ Lo studio empirico in materia di separazione tra proprietà (soci) e controllo (*management*) è la nota opera di A. BERLE – G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Chicago, 1932.

legislatore ha operato nella convinzione che una riforma in tal senso comportasse una gestione più efficiente e professionale della società, in uno con un maggior rispetto delle regole a tutela degli interessi dei terzi ⁽⁷⁾. Così, oggi, la gestione ordinaria della società è riservata dalla legge all'organo gestorio ⁽⁸⁾. Il complesso di ragioni – di natura efficientistica – sottese alla scelta del legislatore della riforma può agevolmente riassumersi con l'esigenza di assicurare agilità e rapidità decisionale all'organo preposto all'elaborazione ed alla attuazione della strategia aziendale. E però, mediante la ripartizione delle diverse funzioni organizzative tra gli organi societari, si è verificato un processo di effettiva marginalizzazione dell'assemblea, ciò che ha avvicinato l'ordinamento italiano agli ordinamenti di matrice anglosassone nei quali l'organo gestorio ha da sempre esercitato un ampio potere discrezionale ⁽⁹⁾. Questa tendenza, tuttavia, ha subito di recente un'inversione: anzitutto con l'approvazione

La tendenza esaminata dai due autori americani, invero, era già stata rilevata da J.M. KEYNES, *The End of Laissez-Faire*, in *Essays in Persuasion*, New York, 1932, p. 312 per il quale «*the owners of the capital, i.e. the shareholders, are almost entirely dissociated from the management*»; ma anche da molti autori dell'europa continentale, per i quali si rinvia all'opera di G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967, p. 2-ss. Di fondamentale importanza per lo sviluppo degli studi di *corporate governance* anche il lavoro di M. JENSEN – W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in 3(1)*J. Fin. Econ.*, 1976, pp. 305-360.

⁽⁷⁾ Cfr. C.A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'economia* diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, vol. IV, Padova, 2008, p. 9. È opportuno aggiungere che la funzione di rispetto delle regole non mira a tutelare i soli interessi dei soggetti esterni alla compagine sociale. Infatti, è in ragione della presenza di tali regole che anche le minoranze assembleari trovano protezione dei propri interessi, così come la maggioranza può prevenire che a tali regole di protezione la minoranza stessa possa ricorrere in maniera abusiva.

⁽⁸⁾ Ritiene – e non potrebbe, d'altronde, intendersi diversamente – che la riforma abbia comportato una incontestabile erosione delle competenze dell'assemblea delle società per azioni G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, vol. 2, Torino, 2006, p. 22.

⁽⁹⁾ Così da lasciare agli azionisti uno *spatium deliberandi* limitato alla approvazione di *rules-of-the-game decisions* quali, ad esempio, le modifiche statutarie ovvero la scelta dell'ordinamento statale da preferire per la costituzione della società: in questo senso – criticamente – L.A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in 118(3) *Harv. L. Rev.*, 2005, p. 844.

della Direttiva Azionisti e la sua trasposizione nell'ordinamento italiano ad opera del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27; poi, con il dibattito parlamentare a livello europeo circa la riforma della Direttiva Azionisti stessa, riforma volta ad aumentare i c.d. poteri di *voice* degli azionisti ⁽¹⁰⁾. Tendenza, anche quest'ultima, consonante con un analogo indirizzo invero esistente nel diritto statunitense successivo alla recente crisi finanziaria ⁽¹¹⁾.

Nonostante la diversa ripartizione di competenze, però, l'organo assembleare ha conservato un ruolo fondamentale nell'approvazione di alcune operazioni ⁽¹²⁾. Questo

⁽¹⁰⁾ V. infra par. 6 e al cap. 3, par. 2.

⁽¹¹⁾ La serie di iniziative legislative a livello statale e federale dà ragione di questa tendenza. Ad esempio, le regole sul *proxy access* per l'elezione degli amministratori emanate dalla SEC (Rule 14a-8 emanata in forza della delega legislativa assicurata dal Dodd-Frank Act del 2010); ancora, la NYSE Rule 452, introdotta nel 2009 ed intesa per dar più potere agli investitori istituzionali, ma che finì col divenire uno strumento che – fattualmente – potenziava il potere degli amministratori uscenti nell'elezione del nuovo consiglio e, così, fu abolita subito dopo su richiesta degli stessi investitori istituzionali: cfr. M. VENTORUZZO, *Empowering Shareholders in Directors' Elections: A Revolution in the Making*, in *ECFR*, 2011, pp. 109-110. Com'è noto, vi è un movimento negli Stati Uniti volto al c.d. *shareholders' empowerment* il cui più appassionato fautore e sostenitore è senz'altro Lucian Arye Bebchuk. Tra i suoi lavori più rilevanti sul tema, v. L.A. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge (MA) & London (UK), 2004; L.A. BEBCHUK, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in 113(6) *Columbia L. R.*, 2013, pp. 1637-ss.; L.A. BEBCHUK – A. COHEN – C.C.Y. WANG, *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, in 25 *J. Corp. Fin.*, 2014, p. 140.

⁽¹²⁾ La disciplina del rapporto tra organo gestorio e assemblea meriterebbe un approfondimento che esula dall'ambito di questa ricerca. Per una completa trattazione, si rinvia a G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio...*, cit., pp. 5-ss. In questa sede, però, basti ricordare che, con il passaggio dal codice di commercio al codice civile, il ruolo dell'assemblea è diventato sempre più marginale fino a giungere, con la citata riforma del 2003, ad avere competenze residuali in materia gestoria mentre l'organo amministrativo è stato investito dell'esclusiva attività di gestione dell'impresa *ex art. 2380-bis c.c.* La riforma, così, completa l'evoluzione della figura degli amministratori che, da mandatari dei soci (sulla scorta del diritto francese e secondo la previgente disciplina della responsabilità degli amministratori che – *apertis verbis* – faceva riferimento alla diligenza del mandatario e, cioè, quella del "buon padre di famiglia"), divengono così un organo societario dotato di specifici poteri utili a svolgere altrettanto specifiche funzioni. Così G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale* a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Torino, 2016, p. 340. La concorrenza delle deliberazioni, peraltro, può esplicitarsi nel senso che, ad esempio, può aversi un controllo da parte dell'assemblea su una scelta operata da parte dell'organo competente. Cfr. in giurisprudenza,

ruolo, poi, si esplica in una duplice forma: si inserisce in un procedimento decisionale che richiede anche una delibera dell'organo assembleare ovvero è esercitato autonomamente dall'assemblea ⁽¹³⁾.

Il processo deliberativo è per sua natura caratterizzato dalla necessaria composizione degli interessi dei quali i singoli soci – o, che è diverso, i titolari delle (eventuali) singole categorie di strumenti di partecipazione al capitale – sono portatori ⁽¹⁴⁾, sì da addivenire alla compiuta manifestazione della volontà della persona giuridica per tramite di uno degli organi a ciò preposti. Ogniqualvolta l'assemblea debba esprimersi circa una data operazione, dunque, gli interessi di uno o più soci possono confliggere con quello della società ovvero anche – che è più frequente – con quello di altri soci, in ragione della funzione economica dell'operazione medesima ⁽¹⁵⁾.

Trib. Catania, 30 settembre 1993, in *Giur. comm.*, 1995, p. 95, con nota di S. ROSSI, *Brevi note in tema di competenza dell'assemblea in materia di gestione nelle società di capitali "chiuse"*.

⁽¹³⁾ Alla consueta tassonomia delle deliberazioni assembleari (quelle autonome ovvero di "decisione" in senso tecnico; quelle di ratifica ovvero di "approvazione" a conclusione di un *iter* procedimentale nel quale si innesta una decisione dell'organo gestorio; quelle di "autorizzazione") aggiunge le deliberazioni c.d. "consultive" M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa* diretto da M. Campobasso – V. Cariello – V. Di Cataldo – F. Guerrera – A. Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, p. 819, sulle quali v. *amplius* nel corso del testo.

⁽¹⁴⁾ Sebbene, almeno quanto alle società la cui compagine azionaria vede la presenza di un socio di controllo – ma con un ragionamento che potrebbe estendersi anche a società con strutture proprietarie che si discostano da quel modello – «*the entrepreneur and investors share the objective of maximizing the firm's expected return*». Così per Z. GOSHEN – A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in 125(3) *Yale L.J.*, 2016, p. 579. V. anche C. GIAMPAOLINO, *Gli interessi sociali delle azioni speciali e la crisi dell'interesse comune*, in AA.VV., *Studi in onore di Vincenzo Buonocore*, Milano, 2005, p. 2691.

⁽¹⁵⁾ Ed invero l'ordinamento ha predisposto due differenti rimedi, ognuno rispondente alla diversa qualificazione dell'interesse del socio contrario a quello della società: da un lato, in caso di conflitto d'interessi *ex art. 2373 c.c.*, il rimedio approntato sarà quello invalidatorio di cui all'*art. 2377 c.c.*, rilevando un interesse contrario all'interesse sociale che si concreti in una delibera potenzialmente dannosa per la società; allorquando, invece, non possa trovare applicazione la norma appena citata pur essendo il voto della maggioranza diretto a ledere la posizione degli altri soci, il rimedio sarà rappresentato dalla categoria dogmatica dell'abuso di (potere da parte della)

Alcune di queste operazioni, dunque, saranno analizzate secondo una prospettiva strutturale, così da evidenziarne i tratti comuni e indagare il diverso atteggiarsi dei profili conflittuali in ragione della diversità della natura economica dell'oggetto della deliberazione. La prospettiva adottata è quella della ordinarietà o meno delle operazioni approvate ovvero rigettate da una delibera assembleare e, cioè, quelle operazioni che possono farsi rientrare nella gestione ordinaria ovvero straordinaria dell'attività d'impresa esercitata in forma societaria. È necessario premettere, da ultimo, che tutte le ipotesi che si presume possano essere viziate da un conflitto d'interessi assembleare perché culminanti in una deliberazione espropriativa della minoranza a beneficio della maggioranza, diventano ancora più rilevanti allorché la struttura dell'azionariato preveda, ad esempio, azioni a voto maggiorato ovvero a voto multiplo: titoli, cioè, che diminuiscono notevolmente la correlazione tra potere (dell'investitore) e rischio (dell'investimento) giacché il socio che li possieda si troverà a poter esercitare il diritto di voto in assemblea in misura più che proporzionale rispetto al capitale investito in società ⁽¹⁶⁾. Parimenti, è da ricordare

maggioranza, rimedio che in via interpretativa può desumersi dalla origine contrattuale della società per azioni e la conseguente applicazione degli artt. 1175 e 1375 c.c. all'esecuzione di tale contratto: cfr. Trib. Roma, 14 giugno 2014, n. 12216, in www.giurisprudenzadelleimprese.it secondo cui «[l]a deliberazione [...] che sia stata adottata dai soci nelle forme legali e con le maggioranze all'uopo prescritte, può essere invalidata, in difetto delle ragioni tipiche all'uopo previste (artt. 2377 e 2379 c.c.), sotto il profilo dell'abuso o eccesso di potere, quando risulti arbitrariamente o fraudolentemente preordinata dai soci maggioritari per perseguire interessi divergenti da quelli societari, ovvero per ledere i diritti del singolo partecipante [...]. Il divieto di abuso si fonda sui canoni generali della correttezza e della buona fede. Si può, quindi, affermare che il riconoscimento della figura dell'abuso di potere parte dal riconoscimento della società come contratto». Quest'ultima pronuncia, come altre più risalenti, dietro un'apparente chiarezza cela una certa confusione dogmatica: alcuni chiarimenti ed un approfondimento della disciplina del conflitto d'interessi e dell'abuso di maggioranza verranno auspicabilmente forniti *infra* ai Capitoli II e III.

⁽¹⁶⁾ Un'ampia discussione sulla portata paradigmatica dell'asserito *principio* della correlazione tra potere e rischio si può rinvenire in M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentale» o una regola suppletiva?*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2016, pp. 397-ss. ove ampi riferimenti bibliografici; mentre, per un'analisi empirica sul rapporto tra prosperità economica, evoluzione dei mercati finanziari e possibilità di derogare al principio «*one share, one vote*», si veda il contributo di V.R. DRAGANI, *Le azioni a voto plurimo*, Tesi di dottorato, Università Bocconi, Milano, 2016.

In generale, i sistemi astrattamente concepibili da un dato ordinamento per l'attribuzione di diritti di voto ai titolari di strumenti finanziari entro le società per azioni possono essere i più vari. Tuttavia, a far data dalla metà del XIX secolo, i principali ordinamenti occidentali hanno accolto il principio "un'azione, un voto" quale sistema ottimale di assegnazione di un tale diritto in quanto funzionale al conferimento di un potere proporzionale al rischio sopportato dal titolare dello strumento finanziario. Prima dell'affermazione assoluta di detto principio, però, le società commerciali avevano conosciuto varie opzioni di deroga alla uguaglianza dei diritti dei soci (v. A. SCIALOJA, *Sull'origine delle società commerciali*, in *Saggi di vario diritto*, I, Roma, 1927, pp. 243-ss.; A. BRUNETTI, *Società per azioni*, in *Trattato del diritto delle società*, II, Milano, 1948, pp. 12-ss.; A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 639; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nelle società per azioni*, Torino, 2011, pp. 3-ss. Interessante il recente contributo sulla storia e l'evoluzione del diritto di voto nelle società commerciali ad opera di H. HANSMANN – M. PARGENDLER, *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, in 123 *Yale L.J.*, 2014, pp. 948-ss.).

In particolare, l'ordinamento italiano prevedeva – già a far data dal codice di commercio del 1882 (c.comm. (1882)) – la possibilità per le società anonime di emettere titoli di partecipazione al capitale che incorporassero diritti c.d. amministrativi più che proporzionali rispetto al conferimento in società, in particolare con riguardo ai diritti patrimoniali (art. 164 c.comm. (1882)) ma anche con riguardo a quelli più strettamente amministrativi – e, più specificamente, il diritto di voto – (art. 157 c.comm. (1882)). Il passaggio al codice unificato ha però segnato anche un netto rifiuto della possibilità di assicurare a taluni soci un potere più che proporzionale alla propria partecipazione al capitale di rischio: infatti, il codice del 1942, mentre eliminava dall'ordinamento la possibilità di emettere azioni a voto plurimo, manteneva quelle a voto limitato e quelle privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società, con l'unico limite rappresentato dall'impossibilità che il valore di questi titoli eccedesse la metà del capitale sociale. La riforma del 2003 ha sicuramente incrinato la monoliticità del predetto principio. Per ovvie ragioni, non può qui darsi compiutamente conto del dibattito sul punto. Si rinvia alla trattazione di M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, pp. 542-ss, nonché, dello stesso Autore, M. NOTARI, sub *art. 2346, commi 1-5*, in *Azioni* a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, pp. 3-ss.

Da ultimo, la Commissione Europea ha nel 2003 avviato uno studio sugli scostamenti rispetto al principio di proporzionalità tra rischio e potere. Lo studio – effettuato nel 2007 – non aveva raggiunto argomentazioni univoche in favore del principio, così che l'*Action Plan* della Commissione Europea del 2012 sulla modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario ha gettato le basi perché la disciplina dei diritti amministrativi dei soci fosse innovata di modo da permettere l'emissione di titoli "rafforzati" nei poteri amministrativi, al fine di assicurare la stabilità del governo societario e incentivare investimenti di lungo periodo (cfr. S. ALVARO – A.

che il sol fatto che il socio possessore di titoli a voto maggiorato o multiplo possa – astrattamente – porre in essere condotte espropriative non significa che egli lo farà: una tale condotta, infatti, sarebbe negativamente valutata dal mercato e renderebbe meno attraente la società quale oggetto d’investimento, attesa la presenza di efficienti meccanismi di creazione e sostenimento di un mercato per il controllo societario. Questo argomento, però, non è interamente convincente; nel senso che una fiducia eccessiva nella capacità auto-regolativa del mercato condurrebbe all’assurdo di ammettere che non sia necessaria alcuna regola giuridica: al contrario, invece, la prospettiva qui adottata è che il mercato sia un’istituzione e, cioè, un insieme di regole

CIAVARELLA – D. D’ERAMO – N. LINCiano, *La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, in CONSOB, *Quaderni giuridici*, 2014, p. 9).

Così, il legislatore italiano ha modificato l’art. 2351 co. 4 c.c. e l’art. 127-*sexies* T.U.F. quanto alla possibilità di emettere azioni con voto multiplo, nonché l’art. 127-*quinquies* T.U.F. quanto alle azioni a voto maggiorato. La riforma italiana, per vero, ha destato non poche critiche giacché si è ritenuto che introducesse ulteriori *control enhancing mechanisms* in un ordinamento già noto per la debole protezione accordata agli azionisti di minoranza e, dunque, per la scarsa appetibilità dei mercati italiani per gli investitori istituzionali, nonostante il parere parzialmente favorevole della CONSOB secondo la quale un adeguato congegno di maggiorazione dei diritti di voto avrebbe potuto comportare lo sviluppo dei mercati di capitali senza troppo pregiudicare i diritti dei soci di minoranza (cfr. S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D’ERAMO – N. LINCiano, *La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, cit., pp. 63-64). In particolare, oggetto di accese critiche fu la proroga che il governo intendeva accordare alle società quotate per introdurre le azioni a voto maggiorato attraverso una deliberazione assembleare adottata dalla maggioranza semplice dei partecipanti all’assemblea, in deroga alla regola codificata della maggioranza dei due terzi del capitale. Vi è stato un accorato appello di diversi investitori istituzionali e di oltre quaranta esponenti del mondo accademico per evitare di proroga la disciplina derogatoria più favorevole, soprattutto per ragioni di certezza del diritto, così come anche riportato da L. ENRIQUES, *Milleproroghe, l’ultimo tentativo di salvare il potere dei “salotti buoni”*, in *Il Fatto Quotidiano*, 24 dicembre 2014). Una più equilibrata analisi storico-economica e giuridica si rinviene in M. VENTORUZZO, *Un’azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, pp. 512-ss.

Da notare come, nel 2014, solo 17 società quotate hanno modificato il proprio statuto introducendo le *loyalty shares* mentre solo una società ha previsto l’emissione di *multiple voting shares* così come riportato da CONSOB, *2015 Report on corporate governance in Italian listed companies*, p. 4.

fissate dall'ordinamento ⁽¹⁷⁾ entro le quali operatori (ir)razionali perseguono la massimizzazione combinata delle proprie utilità. Da questo assunto discende il corollario per cui è necessario dotare l'ordinamento medesimo di efficaci meccanismi correttivi che possano contrastare tali inefficienze.

Ancora, le situazioni conflittuali – che, come si è ricordato, sono connaturate all'essenza stessa del processo deliberativo governato dalla regola maggioritaria – si acquiscono allorché un socio di controllo ⁽¹⁸⁾ decida di perseguire scopi *extrasociali*, rendendo così perversa una posizione che astrattamente potrebbe essere di beneficio per l'intera compagine sociale ⁽¹⁹⁾. Le perversioni del controllo societario, inoltre, possono assumere connotati diversi: questa ovvia constatazione conduce, nondimeno, ad affermare che congegnare una regola astrattamente atta a disciplinare in modo compiuto ciascuna manifestazione di tali perversioni potrebbe non essere

⁽¹⁷⁾ In questa sede non ci si preoccuperà di definire se il diritto riconosca l'istituzione per come essa si dà in “natura” ovvero se la “crei”.

⁽¹⁸⁾ Socio di controllo è, ai fini di questo studio, qualunque soggetto – sia esso persona fisica ovvero persona giuridica – che detiene una partecipazione utile a poter orientare autoritativamente il processo deliberativo e la gestione della cosa sociale. Il nostro ordinamento disciplina, all'art. 2359 c.c., la nozione di controllo e utilizza questa stessa nozione quale presunzione semplice per inferire la ricorrenza dell'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e ss. c.c. La norma di cui all'art. 2359 c.c., però, esclude dal novero della nozione di controllante – ricavabile mediante un processo ermeneutico – i soci persone fisiche, limitando ad “enti e società” l'imputabilità soggettiva del controllo stesso.

Altri ordinamenti, come ad esempio quello statunitense, non propongono una nozione precisa di controllo; al contrario, si preferisce rinviare al giudizio fattuale e concreto del giudice l'individuazione della presenza di un socio di controllo. Si veda, ad esempio, la vertenza *Kahn v. Lynch Comm'ns Sys. Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

⁽¹⁹⁾ Si cercherà di dimostrare questo assunto *infra* al par. 4. Infatti, la presenza di un socio di controllo riduce diversi costi di agenzia, primo fra tutti quello legato al monitoraggio del management. Al contempo, com'è ovvio, la perversione del controllo conduce ad un'esacerbazione dei costi di agenzia endosocietari ed, in particolare, di quelli tra soci. Sul punto, per ora, si rinvia a R.J. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in 119 *Harv. L. Rev.*, 2006, pp. 1663-1664.

una buona scelta di politica legislativa, dal momento che si inasprirebbe l'onnipresente rischio di selezionare falsi positivi ⁽²⁰⁾.

Utile, al fine di individuare le forme perverse degli interessi del controllante, può essere il ricorso alla distinzione tra interessi, risultati e scopi ⁽²¹⁾. Infatti, ricorrere a questa tripartizione – affatto sconosciuta alla dottrina nostrana ⁽²²⁾ – consente anzitutto di tener ferma la distinzione tra piano soggettivo (lo scopo) e piano oggettivo (i risultati); in secondo luogo, di cogliere la proiezione del piano soggettivo su quello oggettivo (l'interesse), di modo da appurare la variabilità del primo pur nella

⁽²⁰⁾ Sul problema dei falsi positivi e negativi nei rapporti tra principale e agente v. R. COOTER – B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, in 66 *NYU L. R.*, 1991, pp. 1049-ss.; D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1988, pp. 382-383, spec. nt. 41; L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 512.

⁽²¹⁾ Esordisce definendo espressamente i termini "interesse" e "scopo" l'opera di P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, secondo il quale «per interesse [si intende] la relazione tra un soggetto, cui fa capo un bisogno, e il bene idoneo a soddisfare tale bisogno, determinata nella previsione generale ed astratta di una norma» (così a p. 3); mentre «[i]l termine scopo denota la soddisfazione del bisogno, proprio del titolare dell'interesse, che il bene (oggetto dell'interesse stesso) è idoneo a realizzare. Tale soddisfazione del bisogno (o scopo) non è tuttavia mai, di per se stessa, oggetto di protezione giuridica; l'ordinamento infatti si preoccupa di indicare i mezzi coi quali essa può e deve essere perseguita». L'Autore aderisce ad una concezione oggettiva dell'interesse, sul presupposto che esso è oggetto di attenzione del Legislatore in tanto in quanto si prevedano situazioni tipiche ed ideali, aderendo a quanto espresso da J. BENTHAM, *Introduction to the Principles of Morals and Legislation*, in *The collected works of Jeremy Bentham* a cura di J.H. Burns e H.L.A. Hart, Oxford, 1996 per il quale «[a] thing is said to promote the interest, or to be for the interest, of an individual, when it tends to add to the sum total of his pleasures; or, what comes to the same thing, to diminish the sum total of his pains» (così a p. 3).

Sul punto, v. anche C. ANGELICI, *La società per azioni ...*, cit., p. 90, per il quale «la nozione di «interesse», quando giuridicamente intesa, implica in ogni caso una relazione soggetto-oggetto, quella che viene espressa con la formula *id quod interest*; e che, in questo senso, richiede necessariamente un'identificazione del primo».

⁽²²⁾ Il riferimento è a D. PREITE, *La destinazione dei risultati ...*, cit., pp. 31-ss.

fissità del secondo; mentre si possono anche dare casi di identità del primo nella cangianza del secondo ⁽²³⁾.

In altri termini, poi, la predetta distinzione può comportare alcuni vantaggi non trascurabili sul piano del procedimento interpretativo in quanto consente di tener distinti i piani dell'impresa da quello della società: "risultato" è l'esito oggettivamente valutabile dell'attività che necessariamente – almeno in riferimento all'oggetto di questa ricerca – è attività d'impresa così come disciplinata dall'art. 2082 c.c.; lo "scopo", al contrario, può assumere contorni diversi come, ad esempio, allorquando esso sia scopo sociale – *rectius*: associativo-societario – così come desumibile dalla lettera dell'art. 2247 c.c. Ogni qual volta, dunque, lo scopo associativo-societario (che è scopo sociale) si proietta sul risultato d'impresa, vi sarà un interesse sociale; quando, invece, lo scopo sarà non associativo-societario, pur proiettandosi su di un risultato d'impresa, ecco che vi sarà un cortocircuito nel corretto meccanismo di formazione dell'interesse del soggetto che di quello è portatore: un interesse, dunque, "extrasociale".

Questa distinzione, poi, è gravida di un'ulteriore conseguenza sul piano (dell'esegesi delle disposizioni rilevanti ai fini) della ricostruzione dell'interesse sociale ⁽²⁴⁾: consente, infatti, di tener ferma la distinzione tra impresa e società, dal momento che la prima, in quanto attività, può sicuramente essere esercitata nel perseguimento di risultati più ampi, non strettamente "societari"; la seconda, in quanto *ente* d'origine contrattuale ⁽²⁵⁾, ben può avere un interesse proprio – da

⁽²³⁾ V. *infra*, cap. II. La variazione del tipo di risultati nella immutabilità degli scopi che sui primi si proiettano è, in realtà, cosa possibile ma poco probabile. Ciò, almeno, se si intende "risultato" quale categoria astratta e generica, caratterizzata da tratti altrettanto astratti e generici. Ad esempio, secondo una ripartizione che segua le dicotomie materiale/immateriale; economico/morale. Un risultato materiale ed economico è, chiaramente, l'utile prodotto da una società nell'esercizio dell'impresa; che è anche il risultato sul quale, per antonomasia, si proietta lo scopo del socio, trasformandosi in interesse patrimoniale.

⁽²⁴⁾ Clausola generale dal fascino indubbio e sulla quale si tornerà più ampiamente nella seconda sezione di questo capitolo.

⁽²⁵⁾ In verità, dopo la riforma del 2003, l'ente può essere creato anche unilateralmente. Ciò non inficia, però, la validità della felice espressione di V. BUONOCORE, *Le filosofie della società per azioni...*,

determinarsi secondo le regole consacrate nel principio di maggioranza ⁽²⁶⁾ – che è proiezione dello scopo della *società* sui risultati dell'*impresa* che essa esercita.

Al riguardo, può infatti osservarsi come sia del tutto evidente che, all'interno della disposizione di cui all'art. 2247 c.c., la circostanza che il legislatore menzioni lo «scopo di dividerne gli utili» è da riferirsi proprio ai soggetti che partecipano al contratto associativo ⁽²⁷⁾. Ciò permette di escludere che tale espressione si riferisca allo “scopo” della società costituenda, dal momento che è un *prius* logico l'esistenza dello scopo di lucro quale elemento della causa (concreta) del contratto di società, rispetto alla venuta in esistenza della società stessa (ché, altrimenti, essa non potrebbe darsi nel mondo del diritto) ⁽²⁸⁾. Cionondimeno, in ragione degli effetti della iscrizione nel registro delle imprese della costituita società e la conseguente attribuzione alla stessa della soggettività (quanto al perfezionamento del contratto o dell'atto unilaterale costitutivo) e della personalità giuridica (quanto all'iscrizione nel registro delle imprese, così come espressamente previsto dall'art. 2331 co. 1 c.c.), essa è soggetto che ben può nutrire interessi e, cioè, proiezione di scopi su risultati: l'elemento volitivo della società si determinerà e manifesterà all'esterno – *nel* mercato, cioè – secondo le regole proprie dell'ordinamento, adombrando i risultati che essa avrà prodotto nell'esercizio dell'attività che le è propria (l'impresa).

D'altro canto, di là da queste notazioni di carattere generale in tema di scopi, interessi e risultati (economici: aventi valore di scambio, cioè) della società, è comunque certo che sia possibile individuare interessi riferibili a risultati aventi

cit., p. 752, già citata *supra*. Per un'analisi del termine “società” in una prospettiva linguistica, gravida di risvolti interpretativi, v. F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, cit., *passim*.

⁽²⁶⁾ Sul quale ampi riferimenti nel corso della trattazione, tributari dell'influenza della pregevole analisi di F. GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007 che ripercorre l'evoluzione del principio di maggioranza anzitutto in ambito politico per poi occuparsi della trattazione del fenomeno in ambito giuridico e societario.

⁽²⁷⁾ Cfr. *Relazione alla Maestà del Re Imperatore del Ministro Guardasigilli (Grandi) presentata all'udienza del 16 marzo 1942-XX per l'approvazione del testo del “Codice Civile”, in Codice Civile. Testo e Relazione Ministeriale*, Roma, 1943, pp. 207-209.

⁽²⁸⁾ Lo scopo lucrativo, così, permane scopo endosocietario di soggetti che, parte del contratto di società, sono comunque terzi rispetto alla società medesima.

valore d'uso personale e del tutto peculiare per il socio ⁽²⁹⁾, in ragione di un particolare atteggiarsi dello scopo – alle volte non (solo) economico ma (anche) morale – sotteso al suo agire. Tuttavia, in ossequio alla struttura associativa del contratto di società, è ragionevole assumere che gli scopi non-associativi debbano cedere il passo, nella gerarchia di interessi del socio – in particolare di controllo – a quelli associativi: anzitutto perché, per il socio di minoranza avrà senso partecipare al contratto associativo solo se l'utilità che può ricevere è (almeno) uguale alla produttività marginale (in valore) dalla sua prestazione (: il conferimento) ⁽³⁰⁾; in secondo luogo, perché anche per il socio di maggioranza è plausibile che il rendimento economico atteso dall'investimento possa decrescere se aumenta l'estrazione di benefici privati

⁽²⁹⁾ Con specifico riguardo al socio di controllo, D. PREITE, *La destinazione dei risultati...*, cit., pp. 32-33 riferisce – correttamente – della impossibilità, per l'osservatore esterno, di constatare immediatamente l'esistenza di risultati consistenti in beni o servizi privi di valore di scambio e caratterizzati, invece, dalla preminente presenza di un loro valore d'uso. Quanto agli interessi del socio di controllo, come si avrà modo di argomentare *infra*, spesse volte essi hanno sì valore di scambio; ma altre volte si limitano ad avere un valore d'uso esclusivo e personale per il socio che di tali risultati si appropria. È il caso dei c.d. *non-pecuniary private benefits of control*, definiti da R.J. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance ...*, cit., pp. 1663-64 come «*forms of psychic and other benefits that, without more, involve no transfer of real company resources and do not disproportionately dilute the value of the company's stock to a diversified investor*».

⁽³⁰⁾ Ché, diversamente, il socio di minoranza potrebbe investire altrimenti quella porzione del suo patrimonio. Di là da circostanze fattuali legate al successo della specifica impresa esercitata dalla società alla quale decide di partecipare, il socio di minoranza ben potrebbe nutrire legittimi dubbi sul *quantum* della potenziale utilità ricevibile se il socio di controllo perpetrasse indebite condotte espropriative ai danni degli altri. Cfr. D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio...*, cit., p. 376, nt. 31-32, per il quale «[i]n base ad un requisito minimo di razionalità individuale, può innanzitutto affermarsi che la condizione minima di partecipazione del socio è la garanzia che il risultato del gioco, prevedibile *ex ante* in condizione di incertezza, non lo porrà in una situazione peggiore dello *status quo* anteriore alla partecipazione: per *status quo* si intende non la situazione effettiva anteriore alla partecipazione, ma la situazione anteriore includente la probabilità (come soggettivamente determinata), in quel momento esistente, di miglioramenti in caso di uso alternativo delle risorse investite nel gioco». Di più, una siffatta condotta causerebbe una disfunzione in termini d'efficienza nel mercato del capitale di rischio e di debito: non sono da sottovalutare, infatti, gli effetti distorsivi delle condotte espropriative anche su coloro che decidessero di "partecipare" a causa di mutuo ad un'impresa esercitata in forma societaria.

del controllo attuata nel tentativo di perseguire uno scopo non economico, estraneo al resto della compagine sociale ⁽³¹⁾.

Così, abbozzati i profili problematici in tema di controllo societario, è ora possibile analizzare sia la dimensione economica del controllo nelle società per azioni italiane, sia il quadro giuridico entro il quale gli operatori economici si muovono.

2. Definizione di «controllo» nell'ordinamento italiano. La ricorrenza di una particolare configurazione della compagine sociale nel mercato italiano giustifica un'indagine sul conflitto di interessi in assemblea delle società per azioni.

Nell'indagine volta a definire il primo termine della relazione conflittuale – l'interesse extrasociale del socio – non può non tenersi in debita considerazione un altro elemento della fattispecie e, cioè, la determinanza del voto per l'approvazione della deliberazione assunta in conflitto con l'interesse della società. Così, sembra ora opportuno dedicarsi ai soci di controllo e, cioè, quei soci che riescono ad orientare e determinare le scelte assembleari, giacché proprio il loro voto, se espresso in conflitto di interessi, può integrare la seconda condizione fattuale richiesta dall'art. 2373 c.c.

Come è noto, il capitalismo italiano ha talune caratteristiche del tutto peculiari che lo rendono un modello unico nel contesto occidentale ⁽³²⁾. Anzitutto, è ben nota la

⁽³¹⁾ Se, infatti, anche lo scopo non-economico fosse condiviso dai *member patrons* di minoranza, non vi sarebbe alcun conflitto tra maggioranza e minoranza sebbene potrebbe comunque sussistere un conflitto di interessi ai sensi dell'art. 2373 c.c. – come si cercherà di dimostrare *infra* nel cap. II – per contrarietà della deliberazione all'interesse sociale.

⁽³²⁾ Definito dai commentatori – ma anche da taluni giuristi ed economisti – “*relational capitalism*” per sottolineare la rilevanza dei rapporti personali e delle relazioni a discapito dell'efficienza e del mercato (per queste ragioni etichettato anche “salotto”). In particolare, il capitalismo di relazione all'italiana si è caratterizzato per le modalità attraverso le quali i principali gruppi industriali e i maggiori istituti bancari e assicurativi sono stati legati tra loro – forse pure in ragione di un mercato bancocentrismo proprio del capitalismo italiano – anche mediante il ricorso a *control enhancing mechanisms* nella forma di patti parasociali.

Per molti, il capitalismo di relazione italiano può dirsi appartenere ad un'epoca passata, anche in ragione di talune riforme strutturali del settore bancario. Cfr. L. ZINGALES, *Perché è finito il «salotto»*,

predominante presenza di imprese familiari, anche quando queste ultime sono esercitate nella forma di società per azioni quotate⁽³³⁾. In secondo luogo, nonostante il declino delle partecipazioni statali a seguito delle privatizzazioni invertevoli negli anni '90 e le quotazioni di numerose società a conduzione familiare negli anni 2000 del secolo scorso, lo Stato e gli enti pubblici mantengono una quota pari a circa il 10% del capitale delle società italiane⁽³⁴⁾. Da ultimo, la consistente presenza di socio-imprenditori⁽³⁵⁾ – sussumibili entro le due categorie della famiglia e dello Stato – comporta che si diano strutture proprietarie particolarmente concentrate le quali si

in *Il Sole 24 Ore*, 4 luglio 2013, lodando la decisione del tribunale di Parma sull'acquisizione da parte di Parmalat del Lactalis American Group (società posseduta dalla controllante di Parmalat, Lactalis); L. ENRIQUES, *Milleproroghe, l'ultimo tentativo ...*, cit.; C. CONTI, *Il capitalismo di relazione sul viale del tramonto, ma resta in piedi l'ultimo avamposto Rcs*, in *L'Huffington Post*, 4 maggio 2015; M. CELLINO, *Il capitalismo di relazione è morto*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 maggio 2015. Scettico S. SANSONETTI, *Macché morto, il capitalismo di relazione prospera*, in *Il Giornale*, 19 maggio 2015 che riporta il caso Inwit-Telecom Italia, criticando i nuovi ingressi nel consiglio di amministrazione di Inwit (sebbene pare che le critiche siano fondate più su di un tentativo – fallito – di critica politica che non su di elementi giuridico-economici). Favorevole ad un capitalismo di (buone) relazioni è, invece, L. BECCHETTI, *Fine del capitalismo di relazione? Regole, relazioni, mercato*, in *La Repubblica*, 5 maggio 2015.

(33) M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*, in *Research Handbook on Shareholder Power* a cura di J.G. Hill e R.S. Thomas, Cheltenham, 2015, p. 384. Gli Autori, peraltro, riconoscono come le regole poste a tutela degli investitori e degli azionisti di minoranza – specialmente con riguardo alla possibilità, garantita dal meccanismo del voto di lista, di eleggere amministratori “di minoranza” – abbiano mitigato le carenze strutturali del capitalismo all'italiana, sebbene alcune perplessità si potevano ancora rinvenire in L. ENRIQUES, *Milleproroghe, l'ultimo tentativo...*, cit.

(34) M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *ibid.*

(35) La distinzione tra socio-imprenditore e socio-risparmiatore/investitore ha funzione meramente descrittiva, in via sintetica, degli interessi principali che il medesimo nutre nella società: il primo, evidentemente, sarà maggiormente interessato alla gestione attiva – sempre per tramite delle prerogative che discendono dallo *status socii* e, in via principale, mediante l'esercizio del diritto di voto – dell'impresa sociale; il secondo, pur mantenendo un evidente interesse (strumentale) nel *come* l'impresa è gestita, ha quale suo scopo principale la remunerazione del proprio investimento nella società.

risolvono, necessariamente, in una morfologia concentrata delle compagini societarie ⁽³⁶⁾.

A tal proposito, interessanti sono i dati relativi al controllo delle predette società: senza alcuna sorpresa, è appurato che circa due terzi delle società per azioni quotate esercenti attività d'impresa diversa da quella finanziaria sono controllate da nuclei famigliari ⁽³⁷⁾, mentre oltre la metà delle società finanziarie risulta non controllata. La differente struttura proprietaria che caratterizza le società in ragione dell'attività d'impresa esercitata non sorprende particolarmente e, anzi, è piuttosto ricorrente in tutto il mondo occidentale ⁽³⁸⁾.

⁽³⁶⁾ Nondimeno, è opportuna una precisazione. Quando si discorre di “controllo” deve sempre aversi a mente che, in ragione dell'impero – nell'ordinamento delle società di capitali – del principio maggioritario, la porzione di capitale sociale che detiene il controllo in un'assemblea può ben variare di volta in volta, al punto che anche la minoranza del capitale può trovarsi a detenere il controllo in una data assemblea. Ciò non significa affatto, però, che il potere della minoranza sarebbe dissociato dal rischio (d'impresa) sostenuto dalla maggioranza. Piuttosto, che la maggioranza astenuta o assente ritiene di condividere e seguire le decisioni prese dalla minoranza. Sul punto, v. G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà ...*, cit., p. 7-9, spec. nt. 9.

⁽³⁷⁾ M. BELCREDI – S. BOZZI – C. DI NOIA, *Board elections and shareholder activism: the Italian experiment*, in *Boards and shareholders in European listed companies: facts, context and post-crisis reforms* a cura di M. Belcredi e G. Ferrarini, Cambridge, 2013, pp. 250-285. Per esattezza, con riferimento agli azionisti di controllo, le famiglie sono *ultimate controlling shareholders* nel 61% delle società (prevalentemente nelle piccole società industriali): cfr. CONSOB, *Rapporto 2016 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, p. 3.

Un'ampia letteratura ha dimostrato come le società con socio di controllo non siano un fenomeno poco diffuso. Al contrario, azionisti di controllo sono diffusamente presenti anche in mercati tradizionalmente ritenuti aventi assetti proprietari particolarmente diffusi. Sul punto, v. R. ANDERSON – A. DURU – D.M. REEB, *Founders, Heirs and Corporate Opacity in the U.S.*, in 92 *J. Fin. Econ.*, 2008, pp. 205-ss. i quali dimostrano come, tra le più grandi 2.000 società industriali statunitensi, il 22,3% sia controllato dal fondatore ed il 25,3% sia controllato dagli eredi del fondatore; con una percentuale media di partecipazione al capitale pari, rispettivamente, al 18% e al 22%; Z. GOSHEN – A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, cit, pp. 563-564, nt. 6-7; v. anche K. KASTIEL, *Executive Compensation in Controlled Companies*, in 90 *Ind. L.J.*, 2015, p. 1133.

⁽³⁸⁾ Come già rilevato, tra l'altro, da R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, in 54 *J. Fin.*, 1999, pp. 471-ss.

Per capire la rilevanza del tema oggetto di questa ricerca, è utile far riferimento a taluni dati: al 2015, su 234 società quotate, ben 197 sono controllate (84% del totale) ⁽³⁹⁾. Quanto alle società non quotate, è difficile reperire informazioni utili e certe vista l'assenza di specifici obblighi di trasparenza e di comunicazione ad un'autorità di vigilanza. Tuttavia, è plausibile ritenere che le percentuali appena indicate possano essere simili per le società c.d. chiuse, se non addirittura più rilevanti, stante la strutturale mancanza di necessità di apertura al mercato per il reperimento di capitale di rischio che connota queste ultime realtà societarie ⁽⁴⁰⁾.

I dati aggregati sul controllo delle società per azioni quotate è necessario siano letti in maniera analitica anche alla luce della definizione normativa di controllo o, se si

⁽³⁹⁾ Cfr. CONSOB, *Rapporto 2016 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, p. 3 secondo cui «[A] fine 2015, in linea con le evidenze raccolte per gli anni precedenti, l'84% delle società italiane quotate risulta controllato da uno o più azionisti. In particolare, su 234 imprese 115 sono controllate di diritto, ossia con una quota superiore alla metà del capitale ordinario, 52 attraverso partecipazioni inferiori al 50% e 30 attraverso un patto parasociale. Tra le società 'non controllate' (pari a 37), 15 sono classificabili come imprese a proprietà dispersa, in quanto prive di un azionista di controllo e con un flottante superiore al 70% del capitale ordinario».

⁽⁴⁰⁾ Ad ogni modo, ricorrendo al database AIDA, è stato possibile appurare – in modo un po' grossolano e non con riferimento alla percentuale di azioni che assicurano il diritto di voto sul totale delle stesse, bensì alla percentuale di capitale detenuto – che, al 2016, il numero di società per azioni italiane non quotate (escluse le società in accomandita per azioni e le società cooperative a responsabilità limitata per azioni), anche con socio unico, è pari a 35.118 unità. Quelle in cui sia presente almeno un azionista con una quota di capitale uguale o superiore al 20% è pari a 25.442 e, cioè, il 72,5% del totale. La misura del 20% è stata scelta per conformità a quella utilizzata da R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, cit.: tuttavia, questa misura, in un mercato con partecipazioni poco disperse come quello italiano, non è forse idonea a catturare la magnitudine del fenomeno delle partecipazioni di controllo. Applicando quasi-analogicamente il criterio del controllo maggioritario (corrispondente alla maggioranza del capitale e, pertanto, pari ad almeno il 50,1%) emerge che ben 16.908 società hanno un socio che detiene una simile partecipazione, pari, dunque, al 48,2% del totale delle società per azioni non quotate.

vuole, dal suo concetto o nozione ⁽⁴¹⁾. Da quest'ultima non è possibile prescindere ⁽⁴²⁾, pur riferendosi – in particolare all'art. 2359 c.c. e all'art. 2497-*sexies* c.c. ⁽⁴³⁾ – ad enti e

⁽⁴¹⁾ Per poter giungere ad una definizione, sarà necessario *afferrare* un insieme di attributi che tutti gli oggetti di una data categoria hanno in comune: solo così sarà possibile giungere al “concetto” di controllo. Una rapida incursione nel terreno dell'etimologia restituisce la pregnanza semantica, in tedesco, del termine “concetto” – *Begriff* – che deriva dalla radice verbale *greifen*, “afferrare”.

⁽⁴²⁾ Nel documento della CONSOB, infatti, si rinvengono puntuali definizioni della nozione di controllo cui si è fatto ricorso per la individuazione delle società in cui sia presente questa modalità di partecipazione al capitale. In particolare, nel rapporto in parola si individuano tre “modelli” di controllo: (i) controllo “maggioritario”; (ii) controllo “debole”; (iii) controllo “contrattuale”. Per controllo “maggioritario” si intende quello che per il codice civile è il c.d. controllo di diritto di cui all'art. 2359 co. 1, 1) c.c. e, cioè, quello esercitato da un soggetto che possa disporre dei diritti collegati a più della metà delle azioni ordinarie (il codice, per vero, cita la possibilità di disporre della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria). Per controllo “debole”, invece, si intende quello esercitato da un singolo azionista che disponga di almeno il 30% delle azioni ordinarie; ovvero abbia una partecipazione nella società controllata pari, congiuntamente, ad almeno il 20% delle azioni ordinarie e a più della metà della somma di tutte le azioni ordinarie di proprietà degli azionisti rilevanti (cioè azionisti che dispongano di più del 2% ciascuno di azioni ordinarie): è, cioè, una definizione simile a quella di cui all'art. 2359 co. 1, 2) che prevede vi sia controllo allorquando una società disponga di «voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria». Per controllo “contrattuale”, da ultimo, si intende alternativamente quello che riguarda società quotate non controllate da un unico azionista per le quali sia stato stipulato un patto parasociale tra soci che rappresentano almeno il 20% delle azioni ordinarie; ovvero quello che riguarda società quotate controllate da una società non quotata, non controllate da un unico azionista, per le quali sia stato stipulato un patto parasociale tra tanti soci che rappresentano la maggioranza delle azioni ordinarie. Lo stesso documento, poi, definisce le società a proprietà diffusa come quelle in cui non vi sia alcuna forma di controllo (per come definita *supra*) e per le quali il flottante sia rappresentato da almeno il 70% delle azioni ordinarie.

⁽⁴³⁾ Il quale ultimo richiama l'art. 2359 c.c. ed introduce delle presunzioni *iuris tantum* per individuare le società soggette alla disciplina di cui al capo IX del titolo V del libro V del codice civile.

società, non anche a persone fisiche ⁽⁴⁴⁾, le quali pure sono oggetto di questa indagine ⁽⁴⁵⁾.

Come è noto, la riforma del 2003 ha privilegiato, nel disciplinare il fenomeno dell'attività di direzione e coordinamento, il ricorso alla dimensione fattuale dell'esercizio concreto ed effettivo di tale attività, al fine di ricollegarvi talune, specifiche conseguenze in punto di disciplina ⁽⁴⁶⁾. La *ratio* sottesa alla novella è

⁽⁴⁴⁾ Non deve dimenticarsi, infatti, che il legislatore, nella versione definitiva dell'art. 2497 co. 1 c.c., ha introdotto l'endiadi "le società e gli enti" in sostituzione del pronome "chi" utilizzato nella formulazione originaria della disposizione. Cfr. lo schema di decreto legislativo recante una «Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366», approvato dal Consiglio dei Ministri nella seduta del 30 settembre 2002, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 1422-ss.

⁽⁴⁵⁾ Per alcuni riflessi in materia di diritto dei gruppi dell'ammissibilità di una "capogruppo" persona fisica, v. *infra* par. 5.

⁽⁴⁶⁾ In particolare, oltre al regime della responsabilità dell'ente o società che esercita attività di direzione e coordinamento, sono state introdotte norme volte a regolare (i) obblighi pubblicitari e informativi (art. 2497-bis c.c.); (ii) obbligo di motivazione delle decisioni influenzate dalla direzione unitaria (art. 2497-ter c.c.); (iii) diritto di recesso al ricorrere di specifici presupposti (art. 2497-quater c.c.); (iv) l'applicazione ai finanziamenti infragruppo delle norme sui finanziamenti soci di s.r.l. (art. 2497-quinquies c.c.). Sul punto è ricchissima la produzione dottrinale: v., senza pretesa di esaustività e con esclusivo riferimento alla dottrina successiva alla riforma, cfr. P. MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, pp. 111-ss.; M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 363-ss.; N. RONDINONE, *Tecniche di coinvolgimento di domini e holders nel fallimento delle imprese eterodirette e "superamento" della spendita del nome*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 1045-ss.; S. GILOTTA, *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2014, pp. 592-ss.; L.A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 420-ss.; G. SBISÀ, sub art. 2497, in *Direzione e coordinamento* a cura di G. Sbisà, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2012, pp. 3-ss.; M. PRESTIPINO, *La responsabilità risarcitoria della persona fisica capogruppo*, in *Giur. comm.*, 2011, pp. 105-ss.; M. BUSSOLETTI – E. LA MARCA, *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, pp. 65-ss.; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010; N. RONDINONE, *Società (gruppi di)*, in *Dig. disc. priv.*, sez. comm., Aggiornamento *****, Torino, 2009, pp. 591-ss.; P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 317-ss. ora anche in ID., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, pp. 221-ss.

sicuramente quella di collegare maggiormente la fattispecie a circostanze fattuali che fungano da indice della sussistenza di un possibile rischio per i soci di minoranza e i creditori sociali ⁽⁴⁷⁾, sul presupposto che l'azionista di controllo possa esercitare un potere – *recte*: un'influenza dominante – orientato alla realizzazione di interessi ⁽⁴⁸⁾ non meritevoli di tutela perché espropriativi di legittime aspettative giuridico-economiche già parte del patrimonio dei soggetti che la stessa legge intende tutelare. Queste condotte saranno definite in questo scritto come “estrazione di benefici privati del controllo”, all'interno delle quali si ricomprenderanno le operazioni genericamente definite di “*tunneling*” ⁽⁴⁹⁾, termine sintetico coniato in ambiente anglosassone in grado di indicare plasticamente le condotte per effetto delle quali si inverte un trasferimento ingiustificato di risorse della società a vantaggio del socio di controllo che le pone in essere.

Ora, sebbene il legislatore si occupi di disciplinare il fenomeno del controllo e del collegamento avendo esclusivo riguardo alle situazioni in cui il soggetto controllante sia un'altra società, i confini della fattispecie possono essere utilizzati per tratteggiare – sebbene senza alcun valore normativo – la figura del controllo esercitato da un socio persona fisica. Così, quando ci si riferirà ad un'azionista di controllo, si intenderà sia

⁽⁴⁷⁾ Così, da ultimo, L.A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina...*, cit., p. 421, il quale ritiene ragionevole questa scelta di politica legislativa in ragione della difficoltà e dell'arbitrarietà «della pretesa di elaborare un “paradigma” di esercizio di attività di direzione e coordinamento, *bon a tout faire*, a fronte della notevole varietà di situazioni che possono concretamente verificarsi nella pratica societaria e delle imprese, anche alla luce dei diversi vincoli di legge e regolamentari relativi all'attività in un determinato settore».

⁽⁴⁸⁾ Nell'accezione di cui *sub par. 1, supra*.

⁽⁴⁹⁾ Il termine – coniato per indicare le espropriazioni ai danni della minoranza in Repubblica Ceca – è stato utilizzato per la prima volta nel suo significato di condotta espropriativa ai danni della minoranza da S. JOHNSON – R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER, *Tunneling*, in 90(2) *Am. Econ. Rev.*, 2000, pp. 22-ss. anche al fine di descrivere «*the transfer of assets and profits out of firms for the benefit of those who control them*»; cfr. anche cfr. V. ATANASOV – B.S. BLACK – C.S. CICCOTELLO, *Unbundling and measuring tunneling*, in *U. Illin. L. R.*, 2014, pp. 1697-ss. La letteratura successiva ha poi fatto ampio ricorso a questa espressione come, ad esempio, L. ENRIQUES – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholders Constituencies*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law*, cit., p. 108; L. ENRIQUES – G. HERTIG – H. KANDA, *Related-Party Transactions*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law*, cit. p. 154.

la società che la persona fisica la quale, alternativamente, (i) disponga della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria della società di cui sia socio; oppure che (ii) disponga di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. Questi due criteri sono quelli enumerati all'art. 2359 co. 1, 1) e 2) c.c. e sono i soli che ai fini di questo lavoro interessano giacché è proprio all'interno dell'assemblea che trae origine il conflitto di interessi oggetto di studio.

3. I soci di maggioranza/controllo possono approvare transazioni volte ad estrarre benefici privati a scapito delle minoranze. Il fenomeno del c.d. «*tunneling*» e l'estrazione di benefici privati del controllo.

Per quanto genericamente sinora osservato, in tutte le società in cui sia presente un'azionista di controllo così come definito possono darsi situazioni in cui lo stesso contribuisca – in maniera determinante – ad adottare deliberazioni preordinate ad estrarre specifici benefici privati del controllo a suo vantaggio ⁽⁵⁰⁾. Avviene, sostanzialmente, che il socio di controllo riesca a massimizzare le occasioni di scambio del proprio patrimonio attraverso rapporti contrattuali con la società ovvero tra la società ed un'altra società in cui egli sia socio; ovvero ancora con terzi non legati al socio né alla società da alcun vincolo giuridico eppure tali per cui il socio riesca comunque ad estrarre un beneficio (che può o meno avere natura patrimoniale, sebbene un elemento di patrimonialità sia sempre presente) ⁽⁵¹⁾; ovvero ancora

⁽⁵⁰⁾ Tecnicamente, per benefici privati del controllo (BPC) si intendono tutti i ritorni positivi attesi più che proporzionali alla propria partecipazione che un socio può aspettarsi di ottenere per il sol fatto di detenere una partecipazione di controllo in una società: cfr. M.J. BARCLAY – C.G. HOLDERNESS, *Private Benefits of Control in Public Corporations*, 1989, in 25 *J. Fin. Econ.*, pp. 371-ss. Ai fini di questo scritto, si utilizzerà il termine per descrivere la categoria generale, a sua volta articolata in varie specie quali, ad esempio, le condotte di *tunneling* (a loro volta variamente classificate ma che, comunque, possono anche includere le operazioni con parti correlate: cfr. L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, in *EBLR*, 2015, pp. 1-37) su cui v. *infra*.

⁽⁵¹⁾ Ad esempio, è il caso, evidentemente patologico, in cui un soggetto si accordi con un altro soggetto circa i termini di una determinata transazione, salvo non includere nel prezzo un valore che verrà poi corrisposto quale *side payment*, termine che, in generale, indica un qualsivoglia “beneficio collaterale” rispetto ad una data transazione. Questo non è necessariamente illegittimo ma contribuisce certamente a creare una situazione conflittuale quanto agli interessi perseguiti. Sui

mediante la mancata adozione di decisioni che potrebbero però essere profittevoli per la rimanente parte della compagine sociale ⁽⁵²⁾.

Tra le tante forme in cui i BPC possono realizzarsi, particolarmente diffusa è quella mediante la quale lo scambio, giacché consiste nel trasferimento di risorse della società al di fuori della stessa e a vantaggio esclusivo del socio di controllo, pur essendo profittevole per questi, riduce l'entità di quanto possa esser distribuito tra tutti i soci, così comportando un danno per i soci di minoranza ⁽⁵³⁾.

Ciò può avvenire in almeno due forme: diretta ovvero indiretta. Nel primo caso, l'azionista di controllo trasferisce risorse dalla società a sé ricorrendo ad operazioni di *self-dealing*; ovvero ricorrendo ad alcuni meccanismi utili ad accrescere l'entità della propria partecipazione al capitale della società magari ricorrendo ad aumenti di capitale utili a diluire la quota di spettanza della minoranza, *freeze-outs*, *insider trading* o acquisizioni svantaggiose: in ultima analisi, sono forme di *tunneling* diretto tutte quelle che consistono in relazioni economiche del socio di controllo con la società e vengono attuate mediante operazioni di *self-dealing*; forme di *tunneling* indiretto, invece, quelle che, pur potendosi definire *self-dealing* da un punto di vista economico, avvengono mediante transazioni che, formalmente, sembrerebbero intercorrere tra parti non correlate ⁽⁵⁴⁾.

Le operazioni che comportano *tunneling* di risorse sono state poi ripartite dalla dottrina americana in tre diverse categorie: *cash flow tunneling*, *asset tunneling* e *equity tunneling* ⁽⁵⁵⁾.

side-payment, per un'introduzione, cfr. J.N. HOOKER, *Side Payments*, in *Encyclopedia of Business Ethics and Society. Vol. 1* a cura di R.W. Kolb, Thousand Oaks (CA), 2008, pp. 1923-1925. Il problema dei *side-payment* è spesso richiamato nella letteratura giuseconomica: cfr. R.J. GILSON - B.S. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Westbury (NY), 1995, pp. 720-721.

⁽⁵²⁾ **Conflitto negativo: definire e bibliografia.**

⁽⁵³⁾ È il *tunneling* così come definito da S. JOHNSON – R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER, *Tunneling*, cit., p. 22.

⁽⁵⁴⁾ Così L.A. BEBCHUK – A. HAMDANI, *Limiting Controlling Shareholders*, 2016, p. 14 del manoscritto consultato su gentile concessione degli Autori.

⁽⁵⁵⁾ Cfr. V. ATANASOV – B.S. BLACK – C.S. CICCOTELLO, *Law and Tunneling*, in 37 *J. Corp. L.*, 2011, pp. 1-ss. Le forme di *tunneling* possono essere le più diverse, sia semplici che complesse: le prime possono consistere, quando si tratti di amministratori, nell'uso privato di beni della società (ad

Per *cash flow tunneling* si intendono le operazioni che sottraggono alla società una porzione dell'attivo maturato nell'anno di gestione corrente, senza che tuttavia venga compromesso il patrimonio della società, con la conseguenza che non vi sarà una modificazione permanente ed *in peius* del valore che la società è in grado di produrre, né vi sarà un diretto danno patrimoniale per gli azionisti, ivi incluso il socio di controllo ⁽⁵⁶⁾ ma solo, al più, un danno indiretto, consistente nella impossibilità di appropriarsi di quella porzione di ricchezza mediante l'approvazione di una eventuale deliberazione di distribuzione degli utili prodotti dalla società.

Le condotte di *asset tunneling*, invece, riguardano elementi dell'attivo patrimoniale la cui alienazione ad un prezzo inferiore a quello di mercato (*asset tunneling out*) o il cui acquisto ad un prezzo superiore a quello di mercato (*asset tunneling in*) compromettono anche la capacità della società di generare utili in futuro ⁽⁵⁷⁾.

esempio un jet della società da parte del suo CEO: cfr. D. YERMACK, *Tailspotting: Identifying and Profiting from CEO Vacation Trips*, in *N.Y.U. Law & Econ. Research Paper Series*, Working Paper 12-07, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2022813>; oppure la presenza massiccia di pubblicità della pagina personale del CEO Mark Zuckerberg sul *social network* Facebook per la quale non è dato sapere se Zuckerberg paghi un prezzo); le seconde in operazioni finanziarie molto articolate (v. ad esempio il caso Enron negli Stati Uniti).

⁽⁵⁶⁾ Come ad esempio condotte di *transfer pricing* che comportano la vendita ad una società controllata dagli stessi soci di controllo della venditrice di beni prodotti da questa ad un prezzo inferiore a quello di mercato; ovvero, viceversa, l'acquisto da una società controllata dagli stessi soci di controllo dell'acquirente di beni prodotti dalla prima ad un prezzo superiore a quello di mercato; oppure fissare il compenso degli amministratori ad un livello eccessivo: cfr. V. ATANASOV – B.S. BLACK – C.S. CICCOTELLO, *Unbundling and measuring tunneling*, cit., a p. 1700.

⁽⁵⁷⁾ *Ibid.* Esempi di queste condotte sono frequentissimi nella prassi e nella giurisprudenza statunitense del Delaware: ad es. *In Re Southern Peru Copper Corp. Shareholder Derivative Litigation*, 30 A.3 d 60 (Del. Ch. 2011), decisione confermata nella vertenza *Americas Mining Corp. v. Theriault*, 51 A.3 d 1213 (Del. 2012) nella quale si è applicato il criterio dell'*entire fairness standard of review*. In precedenza, v. *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2 d 422 (Del. 1997) e *Emerald Partners v. Berlin*, 726 A.2 d 1215 (Del. 1999). Questi casi non sono molto dissimili da quanto avvenuto in Italia nell'operazione che ha visto coinvolte Parmalat e la sua controllante Lactalis, su cui v. M. DEL LINZ, *Il nuovo caso Parmalat: considerazioni a margine di un decreto "eccessivamente creativo"*, in *Giur. comm.*, 2013, pp. 113-128; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, pp. 63-75; A. POMELLI, *Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case*, in *ECFR*, 2016, pp. 73-105.

Da ultimo, le condotte di *equity tunneling* comportano, per il socio di controllo, la possibilità di appropriarsi incrementalmente di una porzione del valore che la società può generare a scapito dei soci di minoranza, pur non modificando negativamente la capacità di produrre valore che la società stessa ha ⁽⁵⁸⁾.

Sebbene manchi, in letteratura, un'attenta disamina di simili condotte espropriative inveratesi nel mercato italiano, gli esempi in tal senso non mancano certamente ⁽⁵⁹⁾. Non è oggetto di questo studio il tentativo di ripercorrere queste

⁽⁵⁸⁾ Esempi di queste condotte sono aumenti di capitale diluitivi del capitale detenuto dalla minoranza, *freeze-outs*, prestiti o garanzie a favore dei soci di controllo sfavorevoli per la società, *stock-options* per gli amministratori in misura maggiore alle prassi nel mercato di riferimento, condotte di *insider trading*: cfr. *ibid.*

Va da sé che il socio di controllo ben può porre in essere condotte di tutti e tre i generi qui brevemente descritti, così come gli autori dello scritto cui ci si riferisce esemplificano ricorrendo al caso di Gazprom: «[t]o use a Russian example, insiders at Gazprom engaged in cash flow tunneling (selling Gazprom's gas to insider-controlled intermediaries for below market prices, and purchasing overpriced services from insider-affiliated third parties), asset tunneling "out" (selling Gazprom's gas fields and pipelines to related parties for low prices), asset tunneling "in" (buying television stations and newspapers, which had previously been critical of the government), and equity tunneling (selling Gazprom shares to themselves, or causing the government to do so, for low prices)» cfr. V. ATANASOV – B.S. BLACK – C.S. CICCOTELLO, *Unbundling and measuring tunneling*, cit., a p. 1701. Per un'elencazione schematica delle diverse ipotesi di *tunneling*, v. l'opera appena citata a p. 1706.

⁽⁵⁹⁾ Si potrebbe iniziare citando la sequenza opa-scissione di Eurofind su Rinascente agli inizi degli anni 2000 (su cui, a tacere di altre critiche di taglio giornalistico, si rinvia allo scetticismo del THE ECONOMIST, *Bargain of the Century*, 17 febbraio 2005); per poi continuare con un'operazione che ha visto coinvolta la società Pirelli nel 2007 con la quale si riduceva in maniera consistente il diritto al dividendo che spettava agli azionisti di risparmio, nonostante l'approvazione – in conflitto d'interessi – di tale modifica da parte dell'assemblea degli stessi azionisti di risparmio (cfr. M. BIGELLI – S. MENGOLI, *Self-Expropriation versus Self-interest in Dual-Class Voting: The Pirelli Case Study*, in 40(3) *Financial Management*, 2011, pp. 677-699); ovvero ancora, più di recente, la fusione tra BPM e Banco Popolare sulla quale, criticamente, C. GATTI, *Colto in Castagna*, 23 novembre 2016, disponibile a <http://gradozeroblog.it/news/coltoincastagna>, rileva che «[i]l 23 marzo 2016, prima dell'annuncio del protocollo d'Intesa, un'azione del Banco valeva 7,28 euro e quello della Bpm valeva 0,71. Da allora il titolo del Banco ha perso quasi il 75% del suo valore e quello di Bpm quasi il 60 (la banca più problematica del momento, Montepaschi, ha perso il 63). Ma se il mercato ha risposto così male, come mai i fondi d'investimento che controllano la gran parte dei titoli di Bpm non hanno in alcun modo alzato la voce contro la fusione? Certamente avrebbero avuto il know-how per fare valutazioni autonome. Una possibile risposta viene dal fatto che, secondo dati fornitici da Morningstar Italy, le

complesse operazioni economiche per analizzarle nel dettaglio, potendo in questa sede essere sufficiente dar atto della loro esistenza; evidenziarne i riflessi deteriori non solo per le parti da queste negativamente affette ma anche per l'economia di mercato italiana più in generale; utilizzarle quale ragione per la definizione degli interessi "perversi" dei soci di controllo e, così, tentare di porre l'attenzione degli interpreti sulle conseguenze sanzionatorie che condotte siffatte possono avere se correttamente individuate.

La caratteristica di queste operazioni – si è avuto modo di dirlo – è quella di attribuire alla maggioranza una più che proporzionale parte di ricchezza della società, ciò che avviene, più in generale, allorché l'azionista di controllo tenta di appropriarsi, a suo vantaggio esclusivo, dei benefici privati del controllo. Tale appropriazione, del resto, si ha anche quando il socio di controllo trasferisca il suo pacchetto azionario il cui *surplus* di valore consiste, appunto, nella possibilità di appropriarsi dei BPC: un valore, cioè, intrinsecamente legato alla capacità di controllare la società ⁽⁶⁰⁾.

Vi sono però altre circostanze in cui il socio di controllo potrebbe dismettere la propria partecipazione non già per interesse a monetizzare il *control premium* bensì per esigenze di liquidità ⁽⁶¹⁾: si dà, in questi casi, un conflitto da liquidità (*liquidity*

stesse cinque famiglie di fondi che a fine 2015 avevano oltre 211 milioni in titoli Bpm - Dfa International, Vanguard, Eurizon, Mediolanum Flessibile, BlackRock - ne avevano 155 in quelli del Banco. In altre parole, potrebbero aver concluso che gli svantaggi per Bpm sarebbero stati compensati dai vantaggi per il Banco».

⁽⁶⁰⁾ In questi casi è monetizzato, in maniera attuale, *control premium* che consiste, cioè, in quel valore (risultato) che non è assicurato a tutti gli azionisti proporzionalmente alla loro partecipazione al capitale, bensì esclusivamente all'azionista di controllo. Cfr., senza pretese di esaustività, A. DYCK – L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 *J. Fin.*, 2004, p. 541; L.A. BEBCHUK, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, in 109(4) *Q. J. Econ.*, 1994, pp. 957-ss.; S.J. GROSSMAN – O.D. HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, 20 *J. Fin. Econ.*, 1988, p. 177.

⁽⁶¹⁾ Ciò potrebbe avvenire in seguito alla necessità di disinvestire in una data società per poi investire in una ritenuta più profittevole; ovvero anche solo perché le preferenze personali del socio quanto all'allocazione del suo patrimonio tra titoli azionari e denaro mutano e decide, così, di alienare l'intero pacchetto per ottenere l'equivalente monetario, essendo disposto anche ad ottenere una minusvalenza rispetto al valore di mercato corrente.

conflict) ancora non ben indagato dalla dottrina ma sicuramente gravido di conseguenze per la disciplina dei rapporti di agenzia, specialmente perché incidente e rilevante non tanto sulla appropriazione della ricchezza già prodotta bensì sulla entità della ricchezza producibile ⁽⁶²⁾.

Certamente tutte le ipotesi brevemente elencate non esauriscono una possibile tassonomia delle condotte “perverse” che un socio di controllo può porre in essere. Di più, il tentativo di catalogarle è necessariamente limitato alle ipotesi di appropriazione che devono, per le loro caratteristiche di modifica essenziale dell’originale contratto associativo, essere approvate in assemblea: difatti, la molteplicità delle condotte appropriative in danno alla minoranza – e a tutti i soci più in generale – può forse ancor di più apprezzarsi quando sono poste in essere da uno o più degli amministratori ⁽⁶³⁾. Tuttavia non è questo il tema dell’indagine e, pertanto, osservazioni su questa fattispecie ricadrebbero al di là del perimetro investigativo già delineato.

Nonostante le ostilità della gran parte della dottrina quanto alla presenza di un socio di controllo proprio in ragione della possibilità che questi *abusi* della sua posizione per estrarre dalla partecipazione alla società i summenzionati benefici privati, altra parte della dottrina (per lo più nordamericana ma anche italiana) si è da tempo interrogata sui benefici che, invece, la presenza di un socio di controllo ha nella

⁽⁶²⁾ Come è stato osservato nel contesto di un lavoro concernente ben altra tematica: si rinvia, sul punto, all’originale e condivisibile approdo ermeneutico raggiunto da C.A. NIGRO, *La “co-vendita da trascinamento”: osservazioni preliminari*, 2017, manoscritto ancora inedito consultato per gentile concessione dell’autore. Tra i lavori già editi, si segnalano: N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento (“drag-along”)*, in *Banca borsa tit. cr.*, 2009, pp. 174-ss.; A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all’autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, pp. 949-ss.; C. D’ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, pp. 373-ss.; e C. ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2011, pp. 19-ss. Tratta diffusamente della clausola di trascinamento anche M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, pp. 212-216.

⁽⁶³⁾ Ciò che potenzialmente può tanto più ricorrere nella prassi quanto maggiori sono le dimensioni della società e la dispersione del suo capitale: cfr. L. ENRIQUES, *Related Party Transactions ...*, cit., *passim*.

vita delle società, giungendo ad interessanti risultati sui quali si intende ora soffermarsi brevemente ⁽⁶⁴⁾.

4. La presenza di un socio di maggioranza/controllo assicura l'innovazione e riduce i costi di transazione quando opportunamente controbilanciata da rimedi esperibili dalle minoranze in maniera non opportunistica: prime osservazioni per una teoria della visione "sintetica" del socio di controllo.

In generale, quando si analizzano i fenomeni societari che hanno ad oggetto le partecipazioni di controllo in società di capitali (specialmente società per azioni e, il più delle volte, società per azioni quotate) ed i comportamenti dei soggetti che le detengono, ci si concentra sui profili problematici che detenere tali partecipazioni ha (le già accennate questioni in tema di estrazione di benefici privati del controllo), ovvero sulle implicazioni del trasferimento del controllo medesimo: entrambi profili, questi, analizzati anzitutto nella prospettiva delle condotte gestorie più che assembleari e che tanto più hanno rilevanza quanto più l'analisi si sposti sui rimedi esperibili dalle minoranze ovvero – più in generale – sui meccanismi che l'ordinamento predispone a loro tutela. Il quadro che spesse volte è rappresentato sembra essere quello di un sistema economico caratterizzato da una elevata dispersione dell'azionariato, con soci apatici e disinteressati alla gestione della cosa sociale da un lato ⁽⁶⁵⁾; con altri soci "predatori", determinati a ricavare utilità a danno degli altri soci, dall'altro.

⁽⁶⁴⁾ Cfr. A.M. PACCES, *Rethinking Corporate Governance. The law and economics of control powers*, London and New York, 2012; Z. GOSHEN – A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, cit.

⁽⁶⁵⁾ La presenza di un socio di controllo forte nelle società per azioni (quotate) e nelle *public companies* statunitensi spinge alcuni soci di minoranza a sviluppare condotte definite di "attivismo", volte a superare i predetti problemi di apatia razionale, conseguenza della scarsità di informazioni utili a monitorare le condotte di gestione della cosa sociale da parte degli *agents* di cui i soci di minoranza dispongono; nonché della mancanza di strumenti utili a superare dette asimmetrie informative. Cfr. M. EREDE – G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche*

Tuttavia, il dato statistico vale a delineare un panorama in cui le società controllate da un socio di controllo forte sono in netta prevalenza, come si è già avuto modo di riferire ⁽⁶⁶⁾. E ciò anche con riguardo a sistemi economici in cui la partecipazione al capitale delle società azionarie è particolarmente frammentata e dispersa, come ad esempio il mercato del Regno Unito e degli USA ⁽⁶⁷⁾. Capire le ragioni della tenuta complessiva del sistema delle società per azioni nonostante la predominante struttura dell'azionariato esula dai fini di questo scritto, anche perché l'analisi giuridica sarebbe necessariamente adombrata da profili macroeconomici, sociologici e politici che rischierebbero di snaturarla.

Ciononostante, anche per offrire un contributo alla definizione degli interessi dei soci di controllo, è probabilmente opportuno ripercorrere brevemente le ragioni che sono state addotte per spiegare il successo imprenditoriale di società saldamente controllate ⁽⁶⁸⁾, ciò che è facile rilevare anche alla luce di recenti operazioni avvenute

sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance, in *Riv. soc.*, 2014, p. 935.

⁽⁶⁶⁾ V. *supra*, par. 2.

⁽⁶⁷⁾ Cfr. L.A. BEBCHUK – A. HAMDANI, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, in 165(6) *U. Penn. L. Rev.*, 2017, in corso di pubblicazione, secondo cui «[A]s of December 31, 2016, there were 379 Russell 3000 companies with a shareholder holding more than 30% of the company's voting shares, and 220 of these companies had one shareholder holding more than 50% of such shares»; R.C. ANDERSON – D.M. REEB, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, 58 *J. Fin.*, 2003, pp. 1301-ss, secondo i quali, alla data dello studio, circa il 30% delle società americane con maggior capitalizzazione (indice S&P 500) erano controllate da un nucleo familiare; in senso dubitativo sulla struttura a capitale disperso del mercato americano, v. C.G. HOLDERNESS, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 22 *Rev. Fin. Stud.*, 2009, pp. 1377-ss.

⁽⁶⁸⁾ In verità, gli Autori sottolineano come l'estrazione di benefici privati del controllo sia una *possibilità*, un *rischio*, avverso il quale è indispensabile che l'ordinamento predisponga efficaci presidi. Ed infatti, non sempre e non in ogni contesto ordinamentale l'estrazione di benefici privati del controllo è causa di esternalità negative: cfr. L. ENRIQUES, *Related Party Transactions ...*, cit., pp. 6-8 e nt. 24. Inoltre, sebbene la grande maggioranza della letteratura spieghi la detenzione di partecipazioni di controllo ricorrendo all'idea che tali partecipazioni consistano, per chi le detiene, alternativamente (i) nel *motivo* per il quale investono in quella misura in quella data società (prefigurandosi la possibilità di estrarre, da questa, benefici privati del controllo); ovvero (ii) nella *ricompensa* per il *servizio* di *monitoring* che svolgono in forza del quale, dunque, verrebbe loro riconosciuta, entro una certa misura, dagli altri azionisti la possibilità di conseguire un ritorno

negli USA, paradigmatiche per sottolineare come le scelte del socio di controllo possano essere di beneficio per l'intera compagine aziendale, seppur apparentemente in danno all'interesse *sociale* dei soci di minoranza ⁽⁶⁹⁾.

Anzitutto, il socio di controllo normalmente non è un investitore istituzionale e, pertanto, non detiene un portafoglio diversificato di partecipazioni che gli consenta di mitigare il rischio dell'investimento che, al contrario, diviene *firm-specific*: egli avrà, dunque, interesse a che la società eserciti l'attività d'impresa in maniera efficiente, attesa altresì la difficoltà di liquidare agevolmente l'investimento per disporre, così, in modo più efficiente di quella porzione di patrimonio ⁽⁷⁰⁾, impiegandola diversamente

sull'investimento più che proporzionale all'investimento stesso; altra parte della dottrina (tra gli altri, cfr. Z. GOSHEN – A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, cit.) sta sempre più convincentemente sostenendo (i) la necessità di guardare alla specifica struttura di una data società (sia a livello finanziario che organizzativo) per poterne inferire la predisposizione e definizione di un adeguato modello di *governance*; e (ii) in conseguenza di ciò, l'aspetto positivo e benefico, per alcune realtà societarie, di essere controllate da un unico socio: su questi punti, v. *infra*.

⁽⁶⁹⁾ I casi cui mi riferisco sono il tentativo di fusione tra Allergan e Valeant ed il *management buy-out* di Dell. **Breve descrizione delle due operazioni.**

⁽⁷⁰⁾ Porzione di patrimonio che, il più delle volte, coincide con la maggior parte di quanto il soggetto dispone: così, il suo investimento in *quella* società è caratterizzato da interessi economici soggettivamente molto rilevanti che giustificano la sopportazione dei costi legati al controllo stesso. Sul tema dei c.d. *principal costs*, cfr. Z. GOSHEN – R. SQUIRE, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, in 117(3) *Colum. L. Rev.*, 2017, pp. 767-ss. Gli Autori sostengono – in modo convincente – che, diversamente da quanto postulato dai “fondamentalisti” dei costi di agenzia, in una data società i *control costs* sono dati dalla somma di *principal costs* e *agency costs*: i primi sono i costi sostenuti dal socio di controllo, i secondi dagli “agenti” (in generale gli amministratori) allorché essi dirigano l'esercizio dell'impresa sociale, suddividendo i predetti costi in *competence costs* e *conflict costs* (questi ultimi, i più rilevanti ai fini di questo lavoro giacché consistono in quei costi derivanti dalla separazione tra “proprietà” e “controllo” dell'impresa sociale). Il quadro teorico così disegnato è utile per capire che, fatta 100 la somma dei costi del controllo, qualunque riallocazione dei poteri di controllo tra soci e amministratori non farà altro che diminuire gli uni mentre aumenterà gli altri. Così, secondo GOSHEN e SQUIRE, proprio perché l'allocazione efficiente di tali poteri discende dalla concreta realtà societaria, l'ordinamento dovrebbe consentire alle società di strutturare la *governance* interna nel modo che meglio riduce la somma dei costi di controllo (direzione verso la quale, tra l'altro, è decisamente orientata la riforma italiana del diritto societario che gran più spazio ha ritagliato all'autonomia statutaria). Questa conclusione preliminare è di importante momento esegetico ai fini del presente lavoro: infatti, come

ed al fine di ottenere la migliore produttività marginale dello stesso. Tuttavia, alcuni degli argomenti addotti da quanti vedono nell'esistenza di partecipazioni di controllo entro l'ordinamento delle società per azioni la causa di vari problemi di *corporate governance* traggono spunto, anzitutto, dalla circostanza che – attesi l'illiquidità e la diversificazione subottimale del proprio portafoglio titoli dipendenti dall'essere soci di controllo – le ragioni che motiverebbero questi soggetti a sopportare costi (del controllo) elevati devono esser legati alla possibilità – evento, dunque, per definizione potenziale – di espropriare la minoranza ⁽⁷¹⁾.

In secondo luogo, soprattutto nelle società per azioni chiuse e a conduzione familiare, vi sono almeno due ragioni per cui il socio di controllo abbia interesse ad una gestione efficiente della stessa: anzitutto, vi sono ragioni di carattere reputazionale ⁽⁷²⁾; in secondo luogo, poiché in futuro i discendenti del socio di

già anticipato, riteniamo – in linea con la dottrina dominante, del resto – che il conflitto di interessi debba essere valutato in concreto. Perché ciò sia possibile, anche l'interesse sociale deve essere valutato in concreto: così, il *tipo* sociale prescelto dai soci e la *situazione patrimoniale* in cui si trova l'ente giustificano un diverso e mutevole atteggiarsi dell'interesse sociale, con la conseguenza che la composizione dei diversi interessi degli *stakeholders* della società spetterà, nei limiti di legge ed in quanto detti interessi siano *concretamente* tutelati dall'ordinamento, agli amministratori.

⁽⁷¹⁾ Tuttavia, v. L. ENRIQUES, *op. ul. loc. cit.* per cui «*more debatable is whether even RPTs harmful to the company and/or its minority shareholders, and tunneling more broadly, may be efficiency-justified as the quid pro quo for the 'public' (or shared) benefits minority shareholders enjoy as a consequence of the monitoring/entrepreneurial effort undertaken by dominant shareholders. Note that there is no reason why minority shareholders themselves should a priori dislike a system thus designed. Provided that ways are found for the dominant shareholder to pre-commit to a given level of private benefits extraction, minority shareholders may in fact understand the virtues of a regime that maximises the sum of their (direct and indirect) losses from private benefits of control and of their gains from public benefits of control. In other words, they may be ready to tolerate private benefits extraction, so long as the contribution to the company's value by the dominant shareholder compensates for that.*». *Sed contra*, in modo più intransigente, A.M. PACCES, *Rethinking Corporate Governance. ...*, cit., pp. 96-97 per il quale «*stealing is always a bad thing*».

⁽⁷²⁾ Sebbene Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. Law Rev.*, 2013, pp. 393-ss., a p. 425 ritenga che la minaccia di sanzioni economiche non possa essere il fondamento di un'efficace costruzione di una buona reputazione.

controllo potranno divenire titolari di “quote” della società, egli eviterà di sottrarre da questa le risorse che possono renderla profittevole in futuro ⁽⁷³⁾.

Più in generale, detenere il controllo di una data società assicura al soggetto in questione la possibilità di dettare la strategia della *impresa*, nel modo che egli ritiene più congeniale ed aderente alla visione imprenditoriale che lo ha spinto a costituire (ovvero partecipare al)l'ente mediante il quale porla in essere ⁽⁷⁴⁾: ciò assicura lo sviluppo di progetti imprenditoriali ambiziosi, con l'auspicio di ottenere da quella *attività* un rendimento atteso del capitale superiore a quello che una diversa opzione di investimento avrebbe potuto assicurare. Così, la raccolta di capitali *nel* mercato sarà per lui fruttuosa solo se il socio di controllo avrà la capacità di persuadere convincentemente gli investitori della bontà della sua iniziativa imprenditoriale: in breve, solo se la sua visione *sintetica* degli interessi che gravitano intorno all'impresa sarà condivisa dagli altri investitori ⁽⁷⁵⁾.

⁽⁷³⁾ Cfr. L. ENRIQUES, *Related Party Transactions ...*, cit., p. 8. Sembra potersi affermare che questa sia una forma di solidarietà intergenerazionale che assicura l'efficienza gestionale, almeno nella normalità dei casi ed in assenza di forti interessi egoistici.

⁽⁷⁴⁾ Cfr. Z. GOSHEN – A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, cit.

⁽⁷⁵⁾ La funzione della *corporate governance*, oggi, è di «è di assicurare una cooperazione fruttuosa e la fiducia reciproca tra investitori esterni e *insider* (che si tratti del management o del soggetto controllante). Gli investitori esterni hanno una visione necessariamente standardizzata delle società in cui investono, poiché essa si basa (a) sulle informazioni pubblicamente disponibili, (b) sui segnali che si ricavano dai prezzi di mercato delle azioni e (c) sulle analisi degli analisti finanziari, che a loro volta si fondano su confronti con società simili». Gli *insider* – come qui si sostiene – hanno al contrario una propria visione imprenditoriale della società. In questo senso, L. ENRIQUES, *Il ruolo dei consigli d'amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation*, in *Banca Impresa Società*, 2017, p. 15.

Quanto al passato, un caso di scuola è quello di Ford Motors (sul quale v. M.T. HENDERSON, *Everything Old Is New Again: Lessons from Dodge v. Ford Motor Company*, in *Corporate Law Stories* a cura di J. Ramseyer, New York, 2009, pp. 37-75): prima di fondare la Ford Motor Company di cui deteneva il controllo, Henry Ford aveva avviato altre simili iniziative imprenditoriali (The Detroit Automobile Company e la Henry Ford Company, poi divenuta la Cadillac Automobile Company), nelle quali la maggioranza del capitale era, però, in mano a soci investitori, interessati ad una rapida remunerazione dell'investimento. Ciò non avrebbe mai permesso a Ford di trasformare la propria idea, la propria visione in una delle più grandi attività produttive della storia d'impresa occidentale dello scorso secolo. È curioso come un caso simile sia quello di Tesla Inc., nota società produttrice

Perché ciò possa avvenire, d'altro canto, è necessario che questi ultimi abbiano un certo grado di fiducia nella capacità dell'ordinamento di impedire che il socio di controllo, in loro danno, persegua i suoi interessi "perversi": interessi, cioè, diversi da quelli che compongono la sintesi degli interessi dell'impresa. Tuttavia, a parte casi macroscopici, individuare gli interessi perversi non è affatto agevole, proprio in ragione della struttura dei procedimenti di determinazione della volontà dell'ente, mediante i quali l'ordinamento intende assicurare la composizione di visioni differenti della strategia imprenditoriale. Ritornando sulla distinzione già proposta, si tratterà di capire quando vi è la proiezione su un risultato associativo di uno scopo extrasociale del socio di controllo, in via immediata (deliberazione assembleare) ovvero mediata (deliberazione dell'organo gestorio) ⁽⁷⁶⁾.

Quanto alle prime, oggetto di studio, i soci di minoranza possono far constatare il proprio dissenso rispetto alla visione sintetica del socio di maggioranza anzitutto in assemblea, là dove i diritti di *voice* assicurano, in primo luogo, la possibilità di intervento e di voto; in secondo luogo, essi possono far affidamento su vari strumenti predisposti dall'ordinamento per tutelare il valore della propria partecipazione: in particolare, essi hanno la possibilità di impugnare la deliberazione per conflitto di interessi assembleare ovvero per abuso della maggioranza, dovessero ricorrere i requisiti per l'esercizio delle relative azioni giudiziali; possono, poi, vendere la propria

di autovetture elettriche, sistemi di produzione e conservazione di energia solare, nonché sistemi di trasporto extraterrestre: nonostante i dati finanziari davvero poco incoraggianti, la risposta degli investitori è stata entusiasta, a dimostrazione della capacità persuasiva di uno dei *founder* e CEO, Elon Musk.

⁽⁷⁶⁾ Queste, tuttavia, esulano dall'ambito di indagine di questo scritto, benché siano state ampiamente trattate in dottrina (inclusi i casi di appropriazione di risultati associativi da parte di amministratori non soci). Cfr. L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000. Ed infatti, individuare gli interessi *perversi*, tuttavia, non è sempre agevole, giacché i procedimenti di determinazione della volontà dell'ente cercano di comporre visioni differenti della strategia imprenditoriale. Nelle società per azioni, poi, questo ruolo è demandato per lo più all'organo gestorio che altro non è se non espressione della maggioranza del capitale. Certamente, però, i soci di minoranza difficilmente accetteranno di non avere almeno un rappresentante nell'organo gestorio. L'introduzione del meccanismo del voto di lista, poi, assicura ai soci di minoranza delle società quotate di avere dei rappresentanti in consiglio di amministrazione.

partecipazione nel mercato ovvero comunque esercitare il diritto di recesso – se previsto dalla legge ovvero dallo statuto – e vedere, così, riconosciuta la liquidazione del valore della propria partecipazione ⁽⁷⁷⁾. In particolare, questa forma di *exit*

⁽⁷⁷⁾ Con l'esercizio del diritto di recesso – qualificato dalla dottrina e dalla giurisprudenza maggioritarie quale atto unilaterale recettizio, dunque produttivo di effetti immediati dal momento della ricezione, da parte della società, della notifica dell'esercizio del diritto medesimo – il socio recedente, pur mantenendo lo *status socii*, perde alcune delle prerogative connesse alla titolarità delle azioni e, in particolare, tutte le prerogative che non siano funzionali alla tutela della propria posizione sì come collegata al recesso stesso: da un punto di vista eminentemente patrimoniale, egli, infatti, è sicuramente non più titolare di un diritto alla distribuzione di ricchezza della società, dal momento che le sue pretese patrimoniali sono, per così dire, congelate al momento dell'esercizio del recesso, momento in cui si ha una metamorfosi del socio recedente in creditore della società (del valore della liquidazione della partecipazione). Quanto ai diritti amministrativi, credo si possa ritenere che il socio recedente non ha più diritto ad esercitare il voto in assemblea: egli, infatti, depositando le azioni presso la sede della società, è spossessato delle stesse. La *ratio* di questa norma, continuando la riflessione lungo la traccia del conflitto di interessi assembleare, potrebbe forse rinvenirsi nella circostanza che egli, ove fosse ammesso all'intervento ed al voto in assemblea, si troverebbe in una situazione di intrinseco conflitto di interessi (probabilmente non rilevante *ex art.* 2373 c.c. attese le specificità di questa fattispecie): avendo esercitato il recesso, infatti, non ha altro che scopi *extrasociali* che, però, mediante l'esercizio del diritto di voto, proietterebbe su risultati associativi. Il banco di prova di questa spiegazione è proprio la circostanza che, al contrario, egli ha la possibilità di esercitare le prerogative "associative" solo nella misura in cui detto esercizio sia funzionale a tutelare i propri, potenziali, interessi sociali – *rectius*: associativi – (patrimoniali) nonostante l'esercizio del diritto di recesso (poiché è garantito alla società l'esercizio dello *ius poenitendi* per rimuovere gli effetti sfavorevoli sulla compagine sociale dell'adozione della deliberazione che legittima il recesso). La letteratura in tema di diritto di recesso è particolarmente ampia. Per una rassegna critica delle principali posizioni dottrinali, da ultimo, si rinvia a B. MASSELLA DUCCI TERI, *Sul recedente da società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, pp. 191-ss. ove ampi riferimenti a dottrina e giurisprudenza. L'Autore, tuttavia, dubita che – quanto al diritto di voto – il socio receduto si trovi in una posizione inerente di conflitto di interessi, muovendo dalla considerazione per cui anche l'interesse all'*exit* sia un interesse sociale e, conseguentemente, il vaglio degli interessi del socio receduto andrà effettuato in modo analogo a quello che riguarderà tutti i soci, indistintamente: di conseguenza, egli deve essere ammesso a votare in assemblea (così a pp. 241-242). Le considerazioni sono analoghe a quelle svolte da P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, pp. 805-ss: «questa osservazione [quella per cui l'interesse sociale si caratterizza proprio per essere un interesse destinato a essere pienamente soddisfatto soltanto con il disinvestimento e la perdita della qualità di socio] lascerà perplessi quanti sono propensi a identificare l'interesse sociale con una manifestazione di '*affectio societatis*'; che postula

presenta indubbi vantaggi in tanto in quanto consente al socio di minoranza che non condivide più la visione sintetica del socio di controllo di liquidare il proprio investimento per impiegarlo diversamente, mentre assicura al socio di maggioranza la possibilità di continuare ad implementare la propria visione imprenditoriale senza l'ostacolo di soci che questa visione non condividono e che non sono riusciti, nell'ambito della dialettica assembleare, a persuadere la maggioranza della bontà della propria visione dell'impresa. Mentre, da una parte, ciò assicura la possibilità dell'innovazione e del perseguimento della visione sintetica per il socio di controllo/maggioranza, dall'altra rende ancora più difficile riconoscere e sanzionare i casi di conflitto d'interessi assembleare: infatti, è agevole ritenere che il socio di controllo cercherà sempre una protezione della propria decisione ricorrendo allo schermo dell'interesse (imprenditoriale) della società mentre, però, potrebbe nei fatti tentare di estrarre ricchezza da questa a suo esclusivo vantaggio ⁽⁷⁸⁾.

La rilevanza di meccanismi efficienti di *exit* e della loro dialettica col problema del conflitto di interessi si può apprezzare anche con riguardo al fenomeno dei gruppi, nei quali l'interesse del socio di controllo colora l'interesse sociale di tutte le società che al gruppo appartengono e dove è necessario che vi siano regole di pubblicità e di possibilità della liquidazione della partecipazione dei soci di minoranza particolarmente efficienti. Prima, dunque, di analizzare l'evoluzione delle partecipazioni in società per azioni – analisi utile a sottolineare l'eterogeneità degli interessi intrinsecamente connessi allo strumento di partecipazione alla società – adesso si proporrà una rapida escursione nel terreno del diritto dei gruppi per meglio intendere la rilevanza della dimensione della *impresa* nella definizione dell'interesse del socio, sì come connessa alla sua visione "sintetica", mentre già si anticiperanno anche alcuni spunti utili alla definizione dell'interesse sociale.

una continuità del rapporto con la società e tra i soci; ma è coerente con il rilievo del carattere essenzialmente economico dell'interesse in questione, oltre che con l'analisi della disciplina» poiché «anche l'esercizio del diritto di recesso, nei casi stabiliti dalla legge, consente all'azionista di realizzare un risultato economico connesso alla perdita (volontaria) della qualità di socio» (così a p. 811).

⁽⁷⁸⁾ Proprio per questo motivo, è necessario che l'interesse sociale sia ben individuato e definito e ciò può avvenire ricorrendo a soggetti diversi dal socio di controllo stesso e a parametri che non siano legati esclusivamente a questi, come si tenterà di dimostrare *infra*

5. Il conflitto d'interessi nei gruppi di società si atteggia in maniera diversa in ragione della sussistenza di possibili vantaggi compensativi. Prime notazioni sulla rilevanza di efficienti meccanismi di liquidazione della partecipazione dei soci di minoranza.

Allorquando l'imprenditore crea una rete di società formalmente distinte ma in realtà parte dello stesso gruppo, il caso che si adottino strategie potenzialmente volte all'estrazione di benefici privati del controllo è molto alto; anzi, quasi fisiologico ⁽⁷⁹⁾. Non è certamente questa una eventualità che sfugge al legislatore, il quale ha, con la riforma, dettato una disciplina puntuale dei gruppi di società – *recte*: dell'attività di direzione e coordinamento – mediante la quale tutelare soprattutto i soci di minoranza delle società che si trovano in un rapporto di tal genere, nonché i creditori sociali.

Si ha presunzione dell'esercizio di attività di direzione e coordinamento di società quando una società controlli un'altra ai sensi dell'art. 2359 c.c. e, cioè, quando (i) disponga della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria della società di cui sia socio; oppure che (ii) disponga di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; ovvero anche quando (iii) eserciti un'influenza dominante su un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa. Per una forma di controllo "contrattuale" – scaturente, cioè da accordi privati tra controllante e controllata – è di assoluto rilievo la prassi dei c.d. regolamenti di gruppo, ossia accordi-quadro che hanno per oggetto il perimetro dell'esercizio della direzione e coordinamento e le relative modalità ⁽⁸⁰⁾. Questi, però, possono anche avere ad oggetto la regolamentazione di eventuali conflitti di interessi tra controllante e controllata, atteso che la prima eserciterebbe i propri diritti di voto in assemblea potendo anche pregiudicare l'interesse della società controllata.

⁽⁷⁹⁾ Cfr. L. ENRIQUES, *Related Party Transactions ...*, cit., p. 5.

⁽⁸⁰⁾ Cfr. G. SBISÀ, sub *art. 2497*, cit., pp. 26-ss. Ritiene – in linea con la dottrina prevalente – che, anche se "contrattualizzata", l'attività di direzione e coordinamento rilevi sempre ed esclusivamente sulla base della sua dimensione fattuale L.A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina...*, cit., p. 428.

È chiaro che nel fenomeno dei gruppi il conflitto possa atteggiarsi in modo leggermente differente, stante l'inserimento della società controllata entro la più complessa struttura *imprenditoriale* del gruppo (⁸¹). L'ipotesi sanzionata dal legislatore, infatti, prevede che si abbia responsabilità della controllante allorché questa agisca nell'interesse (imprenditoriale) proprio o altrui, in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, arrecando un pregiudizio alla redditività ed al valore della partecipazione sociale dei soci di minoranza ovvero anche alla integrità del patrimonio sociale in danno ai creditori sociali. Tuttavia, il medesimo art. 2497 c.c. esonera da responsabilità la controllante se, alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento il danno manchi ovvero sia integralmente eliminato in esito ad operazioni a ciò dirette. Ciò rileva per escludere l'esistenza di un interesse *del gruppo* (⁸²); al più, infatti, può esistere un interesse *di gruppo*, a livello di coordinamento (⁸³); e, mi sembra si possa aggiungere, esiste un interesse del socio di controllo *al gruppo*, cioè all'esercizio di attività di direzione e coordinamento, mediante il quale canalizzare la responsabilità, distorcendo la *regola* della proporzione tra rischio e potere, per appropriarsi di

(⁸¹) Sebbene non possa individuarsi un'impresa di gruppo in senso tecnico, è condiviso dalla dottrina maggioritaria l'assunto per cui, comunque, debba riconoscersi l'esistenza di un nesso di coordinamento unitario tra diverse imprese che si esprime nella direzione unitaria che discende da una *visione* imprenditoriale che strategicamente fa sì che le prospettive aziendali convergano. Così G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi*, Torino, 1996, pp. 1-ss.; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., pp. 17-ss.

(⁸²) Cfr. le osservazioni critiche di P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato ...*, cit., pp. 810-ss.

(⁸³) In questo senso, utili le riflessioni di F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 31-32, che non ritiene plausibile che investitori razionali partecipino ad uno schema di coordinamento che non preveda alcuna garanzia quanto al surplus che verrà prodotto. Questo, del resto, risponde ad un principio generale per il quale a ciascun patrimonio va imputato il suo rischio di mercato, senza che la gestione possa altrimenti riallocarlo o diffonderlo, o cogestirlo, in modo da distorcere questa allocazione del rischio: infatti, «il rischio della gestione in definitiva ricade sul titolare della partecipazione azionaria; se il socio è a sua volta una società, il patrimonio di questa compartecipa il rischio della gestione della prima. Una situazione che può apparire fisiologica degrada in patologia nel gruppo di società soggette al controllo minoritario (o comunque non totalitario) di un unico referente (catena di società)». Così, V. BUONOCORE, *Le filosofie della società ...*, cit., p. 760.

risultati più che proporzionali all'investimento ⁽⁸⁴⁾. Ciò che, del resto, è dimostrato dal fatto che la disciplina ruota attorno al problema della dannosità, per la controllata (e, dunque, i suoi soci e creditori), degli atti ad essa imposta dalla controllante.

Le norme in materia di direzione e coordinamento di società ben evidenziano come il rapporto in esame debba sussistere tra società o "enti" e non anche persone fisiche; così, non sembra corretto – né in linea col dato normativo ⁽⁸⁵⁾ – avanzare l'ipotesi di un'attività di direzione e coordinamento esercitabile da una persona fisica: se, infatti, ben si pone mente alla questione di cui qui si tratta, risulta evidente la contraddizione logica di chi voglia oggi predicare la possibile esistenza di un controllo (nelle forme di cui agli artt. 2359 e 2497 c.c.) esercitato da persona fisica, nell'assenza di un'espressa previsione normativa ⁽⁸⁶⁾. Infatti, delle due l'una: o il socio-persona

⁽⁸⁴⁾ In effetti avviene che il rischio che discende dalla visione sintetica dell'impresa di gruppo si distribuisce in maniera strategica tra le società che appartengono al gruppo, ricadendo così sui soci di minoranza delle controllate (c.d. soci esterni) senza che, però, vi sia proporzionalità tra la sopportazione di questo rischio ed il potere di controllo che questi hanno all'interno della controllata.

⁽⁸⁵⁾ Seppur, per alcuni, criticabile, non può dubitarsi che l'intenzione del legislatore storico sia stata quella di eliminare dal novero dei possibili soggetti esercenti attività di direzione e coordinamento le persone fisiche, allorquando l'endiadi "enti e società" è stata introdotta in sostituzione di "chi" nella lettera dell'art. 2497 c.c. Estendere l'ambito di applicazione della norma oltre la sua stessa *ratio* non è opera di ermeneutica giuridica, bensì di fantasiosa manipolazione di una disposizione ben chiara, tale da andare oltre – scorrettamente integrando – l'opzione di politica legislativa. Inoltre, deve qui rammentarsi che l'opera di riforma del legislatore del 2003 è stata un'opera organica: la precisa modificazione dell'art. 2497 co. 1 c.c. quanto ai soggetti responsabili di attività di direzione e coordinamento deve leggersi alla luce dell'arricchito *corpus* normativo in tema di responsabilità, pubblicità e recesso posti a disciplina dei fatti contenuti nell'articolo in esame; in più, esso è stato reso omogeneo con quanto disposto dall'art. 2359 c.c. in tema di "controllo". Da ultimo, il d.l. 1 luglio 2009, n. 78 convertito con modifiche dalla L. 3 agosto 2009, n. 102, all'art. 19 co. 6 recita che «l'articolo 2497, primo comma, del codice civile, si interpreta nel senso che per enti si intendono i soggetti giuridici collettivi, diversi dallo Stato, che detengono la partecipazione sociale nell'ambito della propria attività imprenditoriale ovvero per finalità di natura economica o finanziaria».

⁽⁸⁶⁾ È quanto propone M. PRESTIPINO, *La responsabilità risarcitoria...*, cit., pp. 105-ss. L'Autore sembra privilegiare un'interpretazione estensiva della norma di cui all'art. 2497 c.c., trascurando – espressamente – sia l'intenzione del legislatore storico, sia la coerenza con l'intero sistema di diritto societario dell'interpretazione avanzata. Inoltre, a supporto della tesi del PRESTIPINO, è citato un

fisica che esercita un'influenza dominante secondo uno dei criteri di cui all'art. 2359 c.c. lo fa *uti socius* e, cioè, nell'esercizio delle prerogative riconosciutegli dall'ordinamento in ragione del suo *status*; oppure egli tali prerogative esercita perché "controllante" (*rectius*: soggetto esercente attività di direzione e coordinamento). Ma è evidente come l'accoglimento della seconda, peregrina, ipotesi comporterebbe lo scardinamento di tutto il sistema di limitazione della responsabilità: infatti, ove fosse imputato al socio persona fisica, sulla base di circostanze fattuali, l'esercizio di attività di direzione e coordinamento; e allorquando egli fosse responsabile della commissione di illeciti rilevanti *ex art. 2497 c.c.*; allora egli sarebbe tenuto a rispondere delle obbligazioni risarcitorie – scaturenti dall'applicazione dell'art. 2497 c.c. – ai sensi dell'art. 2740 c.c. Ciò avverrebbe anche laddove si qualificassero i patti parasociali c.d. di controllo *ex art. 2341-bis co. 1 lett. c)* intercorrenti tra soci-persone fisiche quale prerequisito per l'applicazione della disciplina prevista in materia di direzione e coordinamento di società: infatti – rimanendo nell'alveo dei patti parasociali in senso stretto e, cioè, stipulati esclusivamente tra soci di una medesima società⁽⁸⁷⁾ – come potrebbe predicarsi di questi l'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento quando altro non farebbero che esercitare il diritto di voto connaturato alla propria partecipazione *uti socii* alla società, atteso che la disposizione in esame esclude dal novero dei soggetti che possono esercitare attività di direzione e coordinamento le persone fisiche?

orientamento giurisprudenziale che ammetteva la possibilità che ad esercitare attività di direzione e coordinamento fosse una persona fisica; ma tanto faceva nel vigore di un differente dato normativo il quale ben poteva giustificare quella interpretazione. Il ricorso a questa giurisprudenza non sembra più possibile alla luce della novella del 2003.

⁽⁸⁷⁾ In dottrina, da ultimo, v. A. BADINI CONFALONIERI, *I patti parasociali*, in *Le nuove s.p.a.* diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Vol. 1 – *Profili comparatistici. La costituzione*, Torino, 2013, pp. 773-ss. ritiene che, sebbene i patti parasociali siano accordi riconducibili alle figure dei soci, siano da ammettersi patti parasociali dei quali siano parte anche la società stessa ovvero, addirittura, terzi, purché (i) sia parte dell'accordo parasociale almeno un socio e (ii) rimanga un collegamento negoziale con il contratto associativo. Posizione già espressa da M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341-bis e 2341-ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, vol. 4, Torino, 2007, pp. 470-471.

Ora, se è vero che le stesse argomentazioni potrebbero – astrattamente – utilizzarsi anche per il socio-persona giuridica, è proprio il disposto del codice civile a prevedere la specifica responsabilità – da accertarsi sul piano eminentemente fattuale – di enti e società esercenti attività di direzione e coordinamento; ciò che, invece, non è (più) previsto per il socio-persona fisica ⁽⁸⁸⁾.

Per quest'ultimo, tuttavia, non verrebbero mai meno le sanzioni comminabili in esito al vittorioso esperimento di un'azione di annullamento della deliberazione per conflitto di interessi assembleare ovvero per abuso della maggioranza ⁽⁸⁹⁾. Cionondimeno, la rilevanza della questione è sicuramente ridimensionata alla luce

⁽⁸⁸⁾ Né sembra, come pure molto autorevolmente proposto in dottrina (v. F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società* (art. 2497-2497-septies), Bologna-Roma, 2005, p. 59), che la responsabilità da attività di direzione e coordinamento del socio-persona fisica possa predicarsi comunque sulla base dell'art. 2497 co. 2 c.c.: infatti, perché possa esservi responsabilità in solido del socio che abbia comunque preso parte al fatto lesivo, è necessario che il fatto lesivo si sia verificato ai sensi dell'art. 2497 co. 1 c.c. e che, dunque, vi sia un responsabile principale. Così non è: se, infatti, il soggetto che esercita attività di direzione e coordinamento è ad un tempo colui che pone in essere il fatto lesivo (responsabile principale) e colui che prende parte allo stesso (responsabile in solido), sembra assicurato un cortocircuito interpretativo, una schizofrenia della responsabilità. Più correttamente, allora, dovrà applicarsi al socio-persona fisica la disciplina in materia di conflitto d'interessi o abuso della maggioranza ovvero ancora quella preposta a regolare le operazioni con parti correlate e i conflitti d'interesse gestori (a seconda che la decisione compromettente e dannosa sia assunta, rispettivamente, dall'assemblea o dall'organo gestorio); al socio-persona giuridica (società o ente), la disciplina della direzione e coordinamento di società. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2 ed., Padova, 2006, pp. 198-202 ritiene che, esclusa la responsabilità del socio-persona fisica dalla riforma della disciplina dell'attività di direzione e coordinamento, potrebbe forse predicarsi una responsabilità di questi per l'esercizio della detta attività solo "nei limiti del vantaggio conseguito", così da evitare un «pieno coinvolgimento dell'ulteriore suo patrimonio personale, ma [mantenendo] l'obbligo di restituire quanto (in termini economici) indebitamente sottratto alla società». Ritengo, tuttavia, che, poiché l'attività è somma di singoli atti, per coerenza del sistema e sulla scorta del dato letterale, anche a questa interpretazione – sebbene dubitativa – possa opporsi la bastevolezza dei rimedi in punto di "atti pregiudizievoli" così come fatto per la tesi di GALGANO.

⁽⁸⁹⁾ Certo è che questi rimedi sarebbero esperibili avverso singoli *atti* pregiudizievoli e non già contro la complessiva *attività* di direzione e coordinamento, rendendo più gravoso il soddisfacimento delle pretese dei soci di minoranza. Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali ...*, cit., p. 196.

della circostanza fattuale per cui, nel nostro ordinamento, si è ridotto notevolmente il ricorso a meccanismi di separazione tra proprietà e controllo nella forma di gruppi piramidali: a fine 2015, solo il 18% delle società apparteneva a gruppi piramidali o alla parte verticale di gruppi misti, contro il 38,5% del 1998 ⁽⁹⁰⁾.

L'utilità della disciplina del diritto dei gruppi ai fini di un lavoro sul conflitto di interessi assembleare si apprezza con riguardo agli interessi del socio di controllo proprio perché consente, in punto di interpretazione, di esaltare la necessità che questi persegua una sua visione *sintetica dell'impresa* senza che per ciò stesso egli sia ostacolato dai soci di minoranza, sempre che provveda a rispettare i criteri aziendalistici della corretta gestione imprenditoriale, motivando adeguatamente le ragioni e gli interessi sottesi ad una data decisione (argomentando *ex art. 2497-ter c.c.*): in ciò si trova un bilanciamento tra interessi del controllante ed interessi dei soci della controllata.

Di più, la tutela ordinamentale degli interessi dei soci di minoranza quanto alla redditività ed al valore della propria partecipazione, nonché l'interesse dei creditori sociali alla integrità del patrimonio sociale, mentre rappresenta un chiaro limite alla libertà decisionale del socio di controllo, evidenzia le direttrici lungo le quali l'interesse sociale deve essere definito e tutelato: infatti, non pare peregrino definire questi due limiti come il punto di intersezione tra gli interessi del socio di controllo e l'interesse della società, aprendo scenari neo-istituzionalistici che si spiegheranno meglio *infra*.

⁽⁹⁰⁾ CONSOB, *Rapporto 2016 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, p. 4: «[L]'utilizzo di strumenti di separazione tra proprietà e controllo, quali gruppi piramidali e azioni senza diritti di voto, si è sensibilmente ridotto nel corso degli anni. Con particolare riferimento ai gruppi verticali, a fine 2015 solo il 18% delle società quotate italiane (56% circa della capitalizzazione di mercato) appartiene a un gruppo piramidale o alla parte verticale di un gruppo misto (essendo quest'ultimo un gruppo di imprese in cui è presente sia una componente verticale sia una orizzontale), a fronte del 38,5% nel 1998 (pari al 78% del valore di mercato [...]). In linea con tale evidenza, anche il numero medio di società quotate per gruppo e la differenza media tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa (misurata da indicatori quali la leva e il *wedge*) si sono ridotti nel tempo, registrando a fine 2015 i valori più bassi nella serie storica considerata (rispettivamente 2,8, 1,6 e 12,8% [...])».

6. La dissociazione tra potere e rischio nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio è un problema esacerbato da alcuni fenomeni propri dei mercati finanziari più evoluti: cenni su *empty voting*, «proprietà nascosta» ed altre fattispecie in materia di titoli di partecipazione al capitale di società per azioni.

I problemi di agenzia cui si è fatto riferimento allorché si è detto dei fenomeni di *tunneling* sono certamente conosciuti da operatori economici e studiosi da diverso tempo ⁽⁹¹⁾. Nel tentativo di proporre una soluzione agli effetti di disallineamento degli interessi nella società azionaria causati dalla managerializzazione della sua struttura corporativa, la letteratura giuseconomica nordamericana ha sviluppato una teoria – poi diffusasi, per tramite del *medium* britannico, anche nell’Europa continentale – per la quale l’obiettivo di tutto l’operato dei gestori delle società di capitali debba essere quello della massimizzazione del valore delle partecipazioni dei soci ⁽⁹²⁾: quando,

⁽⁹¹⁾ Come già evidenziato dalla prima opera sul punto a cura di A. BERLE – G. MEANS, *The Modern Corporation*, cit. Forse superfluo il riferimento a M.C. JENSEN – W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976, in *J. Financ. Econ.* 3, pp. 305-360. Sul fondamento “fattuale” del rapporto di agenzia, cfr. anche J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law*, cit., p. 35 (ove è dato leggere che «[...] *an agency problem – in the most general sense of the term – arises whenever the welfare of one party [...] depends upon actions taken by another party [...]*»). Per alcune esemplificazioni utili a comprendere la pervasività del fenomeno, cfr. anche S.P. SHAPIRO, *Agency Theory*, 2005, in *31 Annu. Rev. Sociol.*, pp. 263-284, spec. p. 263.

⁽⁹²⁾ Come è noto, la vertenza giurisprudenziale che, negli Stati Uniti, ha avviato il dibattito in materia di “interesse sociale” è stata quella del caso *Dodge v. Ford*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919). Nella letteratura giuridica, questo è solitamente citato quale giurisprudenza fondante la teoria dello *shareholder value* e della sua *maximization*. Eppure, per diversi autori, la decisione della Corte del Michigan non costituirebbe affatto il fondamento giuridico dell’obbligo, per gli amministratori, di perseguire la massimizzazione del valore della partecipazione dei soci. In tal senso, cfr. L.A. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public*, San Francisco, 2012, pp. 25-32, per la quale il passaggio in cui la Corte del Michigan, a 684, stabilisce che «[t]here should be no confusion [...] a business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end», rappresenta un mero *dicta e*, cioè, un’osservazione non necessaria per raggiungere la decisione adottata dalla Corte stessa. Idea già avanzata in ID., *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*, in *3(1) Virginia Law & Business Review*, 2008, pp. 163-176. Appunti analoghi si rinvencono in T.H.

infatti, l'ecosistema in cui le società per azioni nascono e si sviluppano è un mercato efficiente – nel quale efficiente è anche il mercato del controllo societario – gli amministratori che non gestissero la società in modo da remunerare profittevolmente l'investimento dei soci correrebbero il rischio di essere rimossi e sostituiti in esito ad un'acquisizione del controllo, così da permettere all'acquirente di lucrare sulla differenza di valore tra la società sì come già amministrata e la società come meglio amministrata in esito al conseguimento del controllo stesso ⁽⁹³⁾.

Così, alla luce di questa lettura del fenomeno gestorio, si è dibattuto della funzione compositiva degli interessi che ruotano attorno alla società sì come affidata agli amministratori ⁽⁹⁴⁾ e tale dibattito ha certamente avuto ripercussioni anche nel nostro ordinamento, specialmente dopo l'entrata in vigore della riforma del diritto societario e, soprattutto, con la proliferazione degli strumenti di finanziamento dell'attività d'impresa esercitata in forma societaria, per come resa possibile dalle modifiche in tema di categorie azionarie, strumenti finanziari e patrimoni destinati,

HENDERSON, *Everything Old Is New Again ...*, cit. *Contra*, senza pretese di esaustività, v. J.R. MACEY, *A Close Read of an Excellent Commentary on Dodge v. Ford*, in 3(1) *Virginia Law & Business Review*, 2008, pp. 180-ss., per il quale, invece, «*the shareholder maximization ideal actually drives the holding and is not mere dicta*».

Il tema oggetto di dibattito, comunque, ha visto contrapporsi molti autorevoli autori anche in passato. In particolare con riferimento alla possibilità di individuare una giustificazione normativa per le teorie della *corporate social responsibility*. Per una ricostruzione del dibattito sia concesso rinviare a D. MALTESE, *Corporate Social Responsibility e informazione contabile nelle società per azioni*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2016, pp. 223-260.

⁽⁹³⁾ Cfr. H. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in 73 *J. Pol. Econ.*, 1965, pp. 110-ss.; R.J. GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, in 33 *Stan. L. Rev.*, 1981, pp. 873-ss.; L. ENRIQUES, *Offerta pubblica di acquisto*, in *Enciclopedia del Diritto*, Annali, V, Milano, 2012, pp. 993-ss. ove ampi riferimenti bibliografici.

⁽⁹⁴⁾ In effetti, mi pare si possa pienamente condividere quanto sostenuto da (C. SALOMÃO FILHO –) M. STELLA RICHTER JR., *Note in tema di offerte pubbliche di acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, p. 133, secondo il quale «[l]a concezione americana di *interesse sociale*, per quanto discussa e tutt'altro che monolitica, deve necessariamente ricomprendere qualcosa di altro rispetto all'interesse dei soci (e poi della maggioranza di essi), ed è in questo senso forse non azzardato dirla caratterizzata, almeno in certa misura, da una visione *istituzionalista*».

ciò che ha senza dubbio moltiplicato il numero e la qualità di interessi cui gli amministratori devono aver riguardo nella gestione dell'impresa sociale ⁽⁹⁵⁾.

Ed infatti, anzitutto, i profili problematici che emergono attengono alla accentuata separazione tra potere (assicurato dall'investimento) e rischio (dello stesso). La dissociazione tra potere e rischio – ormai così marcata da minare le fondamenta dello stabile, paradigmatico edificio del principio della loro correlazione ⁽⁹⁶⁾ – si caratterizza per una dicotomia “tipologica” ⁽⁹⁷⁾: quanto alle società per azioni c.d. chiuse, si è assistito alla proliferazione di strumenti di partecipazione al capitale e di apporti a titolo di finanziamento e quasi-capitale che consentono, in uno con la possibilità di derogare alla esatta corrispondenza tra partecipazione e diritti attribuiti dalle azioni sottoscritte, di spostare il potere decisionale in capo a soci che rappresentano una frazione anche irrisoria del capitale sociale ⁽⁹⁸⁾; quanto alle società

⁽⁹⁵⁾ Cfr. R. WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private* a cura di P. Benazzo – S. Patriarca – G. Presti, Milano, 2002, pp. 171-ss.; M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, spec. pp. 244-ss.; A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007, pp. 117-ss. C. ANGELICI, *La società per azioni e gli “altri”*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 45-ss.; F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, cit., pp. 9-ss.; C. FOIS, *L'interesse sociale tra teorie dello sviluppo dell'impresa e teoria del rischio*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione ...*, cit., pp. 153-ss.

⁽⁹⁶⁾ Su cui, da ultimo, le interessanti riflessioni di M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit.; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto* a cura di U. Tombari, Torino, 2016, specialmente pp. 26-28 secondo il quale può definitivamente dirsi tramontato il principio di proporzionalità tra “potere di gestione” e “rischio di impresa” nella s.p.a, ciò che «segna un'ulteriore tappa nel processo storico di espansione dell'autonomia privata (e normalmente del contratto di società) nella disciplina della struttura finanziaria e del governo dell'impresa azionaria» (così a p. 27).

⁽⁹⁷⁾ La soluzione della dicotomia passa inevitabilmente dalla stretta cruna dell'ago rappresentato dal modello della società per azioni, dal suo *tipo*, cioè: si tratta di capire quale funzione svolga oggi la società per azioni; quale modello di organizzazione dell'attività d'impresa esercitata in forma societaria essa oggi rappresenti, cioè. La soluzione a questo interrogativo sarà oggetto di studio *infra* al par. 3 del capitolo secondo.

⁽⁹⁸⁾ Ciò che è consentito sia in virtù di una proliferazione di tali strumenti grazie all'ampio spazio concesso all'autonomia statutaria, sia in ragione di una moltiplicazione di strumenti

per azioni quotate, la possibilità di ricorrere a nuovi strumenti di finanziamento dell'impresa ha comportato un certo sdoppiamento della partecipazione azionaria⁽⁹⁹⁾, al punto che questa oggi può anche solo costituire il “sottostante” di strumenti finanziari derivati che mentre permettono di “coprire” il rischio corso dall'investitore, dall'altro rendono quest'ultimo così indifferente all'andamento dell'impresa societaria al punto che egli può addirittura avere un interesse diametralmente opposto a quello degli altri azionisti⁽¹⁰⁰⁾. In buona sostanza, come già avvertito da un attento ed esperto osservatore, i mercati azionari sono diventati teatri della liquidità da luoghi dell'investimento che erano, così realizzando preoccupanti forme di «dissociazione della proprietà dalla proprietà»⁽¹⁰¹⁾ e tanto è avvenuto proprio per il

normativamente previsti. Quanto alle società per azioni chiuse, alcune riflessioni sono già state espresse *supra* al par. 1. Alcune dottrine statunitensi ha lucidamente messo in evidenza questa circostanza: «changes in the markets and in finance theory evince that the assumptions central to the paradigmatic position on corporate voting are no longer valid. It is simply not true to say that the “preferences of [shareholders] are likely to be similar if not identical”. Shareholders are neither necessarily nor commonly in the residual claimant position that the literature has heretofore assumed. Parties instead routinely utilize financial derivatives and structured finance techniques to reallocate various interests in the firm, including both residual claims and voting rights». Così S. MARTIN – F. PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2005, pp. 775-ss. a p. 778.

⁽⁹⁹⁾ Intendo riferirmi al fenomeno del *decoupling* già descritto nell'opera di H.T.C. HU – B.S. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, pp. 850-ss: per gli Autori, infatti, mentre la partecipazione azionaria è stata gradualmente erosa del suo contenuto proprietario-partecipativo, gli operatori hanno – per via contrattuale – dato vita a una ricca tassonomia di partecipazioni che replicano l'andamento economico della partecipazione azionaria e, pur essendo apparentemente legate solo in ciò a questa, in verità la loro stessa esistenza si riverbera sull'assetto organizzativo dell'emittente cui si riferiscono.

⁽¹⁰⁰⁾ Sul punto, cfr. lo studio di M. KAHAN – E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155(5) *U. Pa. L. Rev.*, 2007, pp. 1021-ss., spec. pp. 1071-ss. ove si può rinvenire un'ampia casistica di operazioni mediante le quali gli *hedge funds* perseguono una strategia che, anziché assicurare la distribuzione del massimo valore ricavabile dalla partecipazione agli altri azionisti, massimizza le occasioni di arricchimento per l'*hedge fund* in danno agli altri partecipanti al contratto associativo.

Certamente pregevoli le riflessioni di G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, 2017, pp. XVII-53, sulle quali si tornerà *infra*.

⁽¹⁰¹⁾ Cfr. G. ROSSI, *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008, p. 47.

ricorso all'utilizzo di derivati ed altri «strumenti che con le azioni quotate hanno un legame molto lasco o di puro richiamo» ⁽¹⁰²⁾.

In una strana combinazione con l'istituto della *record date* ⁽¹⁰³⁾, la proliferazione di detti strumenti consente che l'esercizio del diritto di voto (se previsto dallo strumento finanziario emesso) avvenga da parte di chi, avendo già alienato la propria partecipazione, non ha (più) un interesse nella società e, anzi, può averne uno in aperto conflitto: il (potere di) voto ⁽¹⁰⁴⁾ viene dunque svuotato della sua funzione di composizione degli interessi endosocietari *dei soci*, rischiando di ridursi a simulacro di prerogative sociali esercitate da soggetti che, formalmente e fattualmente, sono non-soci ⁽¹⁰⁵⁾.

La *record date* si inserisce in un percorso evolutivo del diritto societario interno (ma anche internazionale) ⁽¹⁰⁶⁾ che, mentre intende assicurare all'organo

⁽¹⁰²⁾ *Ibid.*, p. 45.

⁽¹⁰³⁾ Una puntuale analisi del fenomeno si rinviene in M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito alla introduzione della record date*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 2012, pp. 59-ss. Cfr. anche M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012, soprattutto pp. 242-ss.

⁽¹⁰⁴⁾ Abbastanza diffusa è l'affermazione per cui le posizioni soggettive del socio nella società per azioni possono qualificarsi più come "poteri" che non quali "diritti": cfr. P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, 1971, Milano, p. 241; C. ANGELICI, *La società per azioni ...*, cit., pp. 55 e 252; F. D'ALESSANDRO, *I contratti associativi in un libro recente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1973, p. 235; e G. FERRI JR., *Situazioni giuridiche soggettive e disciplina societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 393.

⁽¹⁰⁵⁾ La *hidden ownership*, o proprietà nascosta, è stata studiata quanto ai suoi effetti sulla trasparenza degli assetti proprietari anche da parte della dottrina italiana, specialmente con riferimento, da una parte, alle tecniche di "svuotamento" del voto; dall'altra, con riguardo alla elaborazione di possibili rimedi. In particolare, cfr. G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10-11 novembre 2006* a cura di P. Balzarini – G. Carcano – M. Ventoruzzo, vol. 2, Milano, 2007, pp. 629-ss., N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, pp. 312-ss.

⁽¹⁰⁶⁾ La regola è oggi disciplinata dalla disposizione di cui all'art. 83-sexies TUF la quale stabilisce che "la legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto è attestata da una comunicazione all'emittente, effettuata dall'intermediario, in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto di voto" (comma primo); comunicazione che,

amministrativo la gestione esclusiva dell'*impresa* (¹⁰⁷), cerca di valorizzare nuovamente il ruolo dell'assemblea, riportandola al centro del funzionamento della *società*, spesso per esigenze di trasparenza informativa e tutela delle minoranze (¹⁰⁸). In particolare, l'obiettivo perseguito dal legislatore europeo con l'introduzione della *record date* è stato quello di incentivare gli investitori istituzionali – spesso titolari di partecipazioni di minoranza e demotivati a prender parte al momento assembleare in ragione di un blocco alla circolazione delle azioni ad una data antecedente l'adunanza e la conseguente impossibilità di alienarle ove ritenuto conveniente – a partecipare alle assemblee delle società quotate, sul presupposto che l'esercizio del

per le società per azioni italiane con azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati deve essere effettuata “sulla base delle evidenze relative al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima o unica convocazione”, così che “le registrazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea” (comma secondo). La norma in esame è stata introdotta nel nostro ordinamento per recepimento della Direttiva 2007/36/CE avente ad oggetto i diritti dei soci di società quotate e recante varie disposizioni volte ad incentivare e rendere più agevole la partecipazione degli azionisti alla vita della società e, in particolare, l'esercizio del diritto di voto. Tale direttiva è stata recepita in Italia per tramite del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 sul quale cfr. N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 254-ss.

(¹⁰⁷) L'art. 2380-bis c.c., infatti, «costituisce non solo una delle disposizioni più significative tra quelle dettate con la riforma del 2003, ma anche una delle norme più ricche di implicazioni per la stessa ricostruzione delle caratteristiche tipologiche della società per azioni»: così G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa diretto da M. Campobasso – V. Cariello – V. Di Cataldo – F. Guerrera – A. Sciarrone Alibrandi, vol. 2, Torino, 2014, p. 1043. Sul rapporto tra assemblea e organo gestorio nella definizione dell'interesse sociale, v. *amplius* il par. 6 del capitolo secondo.

(¹⁰⁸) *Excursus* storico ricostruito fedelmente da M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento ...*, cit., pp. 59-62. Del resto, condivisibilmente, «da tempo è pacifica l'affermazione che l'assemblea, soprattutto nelle società quotate, non è il luogo di discussione e formazione delle decisioni che incidono sull'organizzazione sociale, né tantomeno sul governo dell'impresa. Mi sembra che sia maturo il tempo per affermare, con altrettanta perentorietà, che l'assemblea delle società quotate non svolge, di regola, nemmeno il ruolo di momento di informazione»: così M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti ...*, cit., p. 268.

loro potere di *voice* comporti un miglioramento della *governance* delle società quotate⁽¹⁰⁹⁾.

Tuttavia, è evidente che con l'introduzione di questo istituto si corre il rischio che si verifichi una scollatura tra titolarità del diritto di voto e legittimazione all'esercizio dello stesso: per effetto del negozio tra dante causa ed avente causa *post-record date*, colui il quale è legittimato all'esercizio del voto in assemblea sarà limitato dalla circostanza che potrà sì esercitare un diritto; bensì *iure alieno*⁽¹¹⁰⁾, integrando così un presupposto sufficiente per l'applicazione dell'art. 2373 c.c., ove ne ricorrano anche gli altri presupposti⁽¹¹¹⁾. Ad ogni modo, poiché l'intento di «conferire il massimo grado

⁽¹⁰⁹⁾ Se l'efficacia della introduzione della *record date* quanto al miglioramento della *governance* è di difficile misurazione, M. NOTARI, *op. ul. cit.*, pp. 254-259 riporta – sebbene con diversi caveat – che rispetto ai tre anni precedenti l'introduzione della *record date*, la partecipazione media da parte degli investitori istituzionali (definiti avendo riguardo a tutti gli azionisti con partecipazione inferiore al 2% del capitale ovvero anche superiore purché detenuta da un fondo di investimento o investitore istituzionale) alle assemblee delle prime 10 società per azioni quotate non assoggettate a controllo di diritto; e delle prime 10 società per azioni quotate assoggettate a controllo di diritto, è sensibilmente variata in positivo: quanto alle prime, in media si ha avuto un raddoppio della (media di) partecipazione con riferimento ai tre anni successivi all'introduzione della regola; quanto alle seconde, con riferimento al medesimo periodo temporale, anche in queste la partecipazione alle assemblee è sensibilmente aumentata, sebbene la marginalità della partecipazione rispetto all'azionista di controllo abbia comportato che si sia prodotto «al più un effetto di maggiore visibilità – non irrilevante in un'ottica prospettica – di azionisti che prima, a causa del blocco della circolazione delle azioni, erano troppo disincentivati a partecipare all'assemblea» (così a p. 259).

⁽¹¹⁰⁾ Sebbene simile sia la situazione in cui si trova l'azionista *post-record date* rispetto a quella in cui si trova il soggetto parte di un rapporto negoziale già codificato nel nostro ordinamento che ha per effetto la separazione tra titolarità e legittimazione (come, ad esempio, le ipotesi di dissociazione che si hanno in caso di pegno, usufrutto e sequestro di azioni *ex art. 2352 co. 1*; ovvero in caso di vendita a termine delle azioni e del riporto (*ex art. 1531 co. 2 c.c. e art. 1550 co. 2 c.c.*, rispettivamente)), diversi sono gli interessi tutelati: nei casi elencati diversi dall'acquisto *post-record date*, infatti, i soggetti che esercitano il diritto di voto hanno comunque un interesse nella partecipazione sociale, ciò che non si dà, invece, per l'alienante *post-record date*, il quale ha già dismesso la sua partecipazione.

⁽¹¹¹⁾ Così anche M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento ...*, cit., p. 84. In effetti, può forse leggersi anche alla luce della introduzione della *record date* la modifica del testo dell'art. 2373 c.c. il

di certezza al meccanismo di identificazione del soggetto legittimato all'intervento in assemblea alla luce delle esigenze connesse alla negoziazione continua sui mercati regolamentati nonché, di conseguenza, di garantire il massimo grado di stabilità alle delibere assembleari»⁽¹¹²⁾ è certamente meritevole di tutela giuridica, nella vigenza della regola della *record date*, l'alienante *post-record date* dovrà esercitare il diritto altrui secondo buona fede, in esecuzione del contratto di trasferimento, e ciò può comunque assicurare che l'interesse patrimoniale *endosocietario* dell'acquirente sia comunque tutelato e, per suo tramite, quello degli altri azionisti.

In aggiunta ai profili legati alla *record date*, è da ribadire, in punto di definizione degli interessi dell'azionista di controllo, che questi può ben controllare la società con un'esposizione patrimoniale minima: ciò, se letto alla luce della teoria della visione "sintetica" del socio di controllo, è ben spiegabile nel senso che le "maggioranze minoritarie" (cioè quanti partecipano al capitale in misura più che proporzionale ai propri diritti) aderiscono al contratto associativo sul presupposto che tale partecipazione consentirà loro di ottenere un apprezzabile ritorno sull'investimento effettuato grazie alla visione *imprenditoriale* del socio di controllo. Così, come ricordato da attenta dottrina, la questione principale rispetto alle partecipazioni in società di capitali, allora, è il «necessario e inderogabile bilanciamento tra potere decisionale interno e contropoteri dei titolari di interessi gestiti dai titolari del potere decisionale»⁽¹¹³⁾, così come è possibile apprezzare in un contesto in cui gli interessi che ruotano intorno alle società per azioni si moltiplicano e diversificano sempre più.

quale non prevede più che ad esercitare il diritto di voto sia il socio bensì un generico "coloro": se ne dirà meglio appresso nel cap. 2.

⁽¹¹²⁾ Cfr. M. EREDE, *op. ul. cit.*, p. 88.

⁽¹¹³⁾ Sono, queste, considerazioni che M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio ...*, cit., p. 417 formula sulla scorta delle osservazioni di LIBERTINI in C. ANGELICI – M. LIBERTINI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, p. 2. Il punto verrà approfondito *infra* al par. 7 del secondo capitolo.

7. Sintesi. L'intrinseca portata conflittuale del controllo e delle partecipazioni "evolute" al capitale delle società per azioni: definizione degli interessi extrasociali del socio nelle società per azioni. I sindacati di voto.

All'esito di questa prima sezione del lavoro di ricerca intrapreso, si possono raggiungere talune conclusioni preliminari. Anzitutto, in ragione delle possibili condotte espropriative, facilitate dalla detenzione del controllo e del suo conseguimento all'esito dell'emissione di titoli che separano nettamente il rischio dal potere, le partecipazioni di controllo esprimono, per loro stessa natura, interessi potenzialmente confliggenti con quelli degli altri soci e della società.

In un'economia di mercato come quella italiana che si configura per un'elevata concentrazione della proprietà delle società per azioni (morfologia che, probabilmente, è destinata a rimanere immutata nell'invarianza delle regole del mercato), questo rischio è onnipresente ed impone al giurista una rinnovata riflessione in tema di conflitto di interessi assembleare.

La particolare struttura del mercato, infatti, comporta che le società per azioni siano strumenti nelle mani dei soci di controllo per realizzare la propria visione *sintetica* dell'impresa: e ciò sia che l'ente mediante il quale intendono porla in essere sia una società *stand-alone*; sia che esso sia parte di un più complesso gruppo di società, modalità di articolazione dell'impresa.

Così, per definire l'interesse extrasociale e perverso del socio di controllo, bisognerà aver riguardo a circostanze tutto sommato simili benché diverse a seconda dell'ente cui ci si riferisca, essendo impossibile una *reductio ad unum* della complessa tassonomia del fenomeno. L'interesse del socio di controllo di società per azioni sarà, dunque, *extrasociale* e "perverso" ogniqualvolta esso rappresenti la proiezione dello scopo *extrassociativo* del socio su risultati associativi, volti ad estrarre una porzione di ricchezza più che proporzionale rispetto ai propri diritti patrimoniali: quanto alle società per azioni chiuse, questa forma di interesse si apprezzerà meglio avendo riguardo alla dimensione del "contratto" e, cioè, alla dimensione dei rapporti tra soci (normalmente pochi e capaci di scegliere in autonomia se partecipare o meno all'impresa sociale, così aderendo alla visione sintetica del socio di controllo); quanto alle società per azioni aperte – e, soprattutto, quotate – l'interesse sarà tanto più

perverso quanto più si distacchi dalla visione *sintetica* del socio di controllo, così come presentata agli “investitori”; quanto ai gruppi di società, vale un criterio analogo, sebbene debba tenersi in considerazione l’interesse del socio controllante *alla* direzione e coordinamento, proprio perché elemento integrante la sua visione sintetica dell’impresa (evidentemente organizzata nella forma di coordinamento tra società diverse).

In definitiva, l’interesse del socio deve essere valutato in concreto, ricomprendendo nel novero delle possibili modalità dell’atteggiarsi di questo interesse anche quello (o quelli) di natura non economica ⁽¹¹⁴⁾. Ed è in questo senso che anche l’interesse che il votante possa avere per conto di soggetti terzi deve ritenersi in conflitto ogni qual volta esso comporti la deviazione dei risultati dell’attività a favore del soggetto terzo: è il caso, serve ribadirlo, dell’alienante *post record date* che si trovi ad esercitare il diritto di voto in assemblea. Rispetto al terzo ed al suo rapporto con colui il quale esercita il diritto di voto, poi, non è necessario che quest’ultimo si trovi vincolato giuridicamente al perseguimento degli interessi del primo: è sufficiente, infatti, che vi sia una specifica relazione tra votante e terzo tale per cui il primo concorra in modo determinante – col suo voto – ad assumere una delibera in ragione della quale il secondo possa appropriarsi dei risultati dell’ente ⁽¹¹⁵⁾.

Affinché possa valutarsi la capacità dell’ordinamento di individuare e sanzionare le ipotesi di conflitto di interessi assembleare, è necessario che anche i risultati e gli interessi dell’ente siano definiti: è questo lo scopo del capitolo successivo.

⁽¹¹⁴⁾ È quanto affermato anche da D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 366. Nello stesso senso, A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nelle deliberazioni assembleari*, Milano, 1987, pp. 188-ss.

⁽¹¹⁵⁾ Cfr. A. GAMBINO, *Il principio di correttezza ...*, cit., p. 208.

CAPITOLO II

IL CONFLITTO TRA INTERESSI EXTRASOCIALI DEL SOCIO E L'INTERESSE DELLA SOCIETÀ:
L'INTERESSE SOCIALE

SOMMARIO: 1. Le teorie dell'interesse sociale sono state caratterizzate dalla dicotomia tra contratto ed istituzione. — 2. (segue) La rigida dicotomia è stata superata a vantaggio di un più graduato spettro di possibili chiavi ermeneutiche. — 3. Una diversa ricostruzione dell'interesse sociale deve prender le mosse dal rapporto tra società e mercato, alla luce del ruolo del tipo negoziale reale. — 4. (segue) Per poi continuare allargando l'indagine ai valori ed ai principi che sorreggono la costruzione dei mercati. — 5. L'assemblea non può essere un *locus* democratico a meno di non intendere l'espressione secondo una più moderna teoria della democrazia. — 6. (segue) Il rapporto tra organo assembleare e organo gestorio alla luce di una teoria della democrazia. — 7. Il voto in assemblea ha una funzione cruciale nel determinare l'interesse sociale: scelta dei gestori, rapporto con l'assemblea, loro rimozione. — 8. (segue) Cenni per una proposta di superamento della dicotomia contrattualismo/istituzionalismo: la rilevanza dell'organizzazione e funzione ancillare della disciplina del contratto. — 9. (segue) Contratto, incompletezza e relazionalità: una critica. — 10. Oltre al ruolo del tipo negoziale prescelto e a quello del voto, la cangianza dell'interesse sociale si apprezza adottando una prospettiva "patrimoniale": dalla solidità alla crisi, dagli interessi dei soci a quelli dei creditori sociali. — 11. Sintesi. La determinazione dell'interesse sociale tra contemperamento e anticipazione di interessi: per una teoria neo-istituzionalista dell'interesse sociale.

Dopo aver tratteggiato i caratteri salienti degli interessi del socio – ed in particolare del socio di controllo – e prima di procedere all'analisi critica della soluzione offerta dal nostro ordinamento al problema del conflitto di interessi assembleare, è ora opportuno spostarsi all'interno del perimetro dell'indagine per esplorare il secondo dei due termini del rapporto conflittuale: l'interesse della società ovvero interesse sociale ⁽¹⁾.

Sulla scorta di una copiosa letteratura, si tenterà di offrire una ricostruzione (per quanto possibile) unitaria dell'interesse sociale e, sebbene parzialmente diverso sia

(¹) Per L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 434-ss. «[l]a definizione dell'interesse sociale, in quanto attiene alla definizione dello scopo della società, è il problema fondamentale della dottrina della società per azioni» (così a p. 441).

l'iter argomentativo rispetto a parte di questa dottrina, simili, e condivisibili con altra parte della letteratura, saranno gli approdi: la prospettiva più convincente attraverso la quale guardare all'interesse sociale sembra, infatti, essere quella neo-istituzionalista. Una prospettiva che, però, non subisce le fascinazioni di approcci ermeneutici basati su categorie formatesi quale soluzione a problemi propri di settori ordinamentali diversi dal diritto societario; né che ricorrono a schemi interpretativi propri del diritto pubblico quali, ad esempio, l'eccesso di potere ⁽²⁾.

Sarà l'obiettivo di questo capitolo consegnare all'interprete una lettura dell'interesse sociale funzionale a dare contenuto alla clausola generale sì da proseguire nel processo ermeneutico volto a meglio intendere la fattispecie e la disciplina del conflitto di interessi nell'assemblea della società per azioni.

(²) È questa, se non intendo male il suo pensiero, l'impostazione fatta propria da M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, pp. 669-ss. Questo schema, del resto, era già stato proposto dalla dottrina italiana prima della riforma del 1942, accendendo un notevole dibattito. Interpretavano la tutela delle minoranze alla luce dell'eccesso di potere, tra gli altri, F. CARNELUTTI, *Eccesso di potere nelle deliberazioni dell'assemblea delle anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, pp. 176-ss. il quale distingue i diritti privati degli azionisti in «diritti privati e diritti pubblici subiettivi» sul presupposto che, pur appartenendo l'istituto delle società commerciali alla sfera del diritto privato, «in genere si va sempre più verso il diritto pubblico quanto più si procede dall'interesse dei singoli all'interesse dei gruppi»; T. ASCARELLI, *Sulla protezione delle minoranze nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, pp. 735-ss.; G. FERRI, *Eccesso di potere e tutela delle minoranze*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, pp. 723-ss. Tuttavia, non sono mancate autorevoli voci contrarie come, ad esempio, quella di A. DALMARTELLO, *Osservazioni sul problema della protezione delle minoranze nelle società per azioni*, in *Giur. it.*, 1934, pp. 53-ss. il quale, in particolare, già qualificava l'organizzazione societaria quale «modo di attuarsi dell'obbligo di collaborazione di volontà» (così a p. 57), aprendo la strada all'interpretazione dottrinale e giurisprudenziale che vede l'esecuzione del contratto associativo sorretta da un principio di "leale collaborazione": cfr. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., pp. 188-ss.; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza ...*, cit., pp. 290-ss. Successivamente all'emanazione del codice del 1942 e per superare la difficoltà data dall'interpretazione del voto non quale diritto soggettivo bensì quale potere o potestà di regolare interessi altrui (l'interesse comune, cioè, riferibile a ciascun socio) e, perciò, esercitabile unicamente per perseguire l'interesse sociale, altra dottrina, sulla scorta di una corrente dogmatica francese, ha proposto di qualificare il diritto di voto quale diritto soggettivo collettivo, riconducibile ad una categoria intermedia, ibrida, tra diritto soggettivo e potestà: cfr. G. SENA, *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Milano, 1961, pp. 116-ss.

1. Le teorie dell'interesse sociale sono state caratterizzate dalla dicotomia tra contratto ed istituzione.

Il dibattito sull'interesse sociale ⁽³⁾ – le cui origini possono farsi risalire alla fine del XIX secolo ⁽⁴⁾ – ha attraversato almeno tre diverse stagioni del pensiero giuridico: una prima stagione ha visto l'affermazione di una teoria prevalentemente istituzionalista dell'interesse sociale ⁽⁵⁾, incentrata, cioè, o sulla rilevanza della distinzione tra attività di impresa e forma (societaria) dell'attività, ovvero sulla rilevanza teorica della

⁽³⁾ Il tema dell'interesse sociale ha sempre affascinato gli studiosi del diritto commerciale ed è stato, anzi, addirittura definito il «problema fondamentale» delle società per azioni. Così, L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi sulle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 441.

⁽⁴⁾ L'origine del dibattito, infatti, tende a farsi coincidere con l'affermarsi di un orientamento tutto tedesco che – al fine di accelerare i tempi del processo di industrializzazione e di evoluzione capitalistica della Germania di fine '800 – intendeva gettare le basi teoriche per tutelare ed incoraggiare politiche di alta produttività delle imprese, anche se ciò poteva comportare una compressione delle posizioni soggettive degli azionisti. La peculiarità scientifica del dibattito si può apprezzare ancora di più se l'affermarsi del paradigma istituzionalista si legge alla luce dell'orientamento opposto – di matrice squisitamente liberale – affermatosi nel campo del diritto privato (*rectius*: dei privati) quale ambito di affermazione della libertà della volontà, in ossequio ai principi delle correnti filosofiche di matrice liberale. Sulla circostanza che il dibattito sia scaturito dall'esigenza di tutelare interessi e visioni di politica economica, cfr. L. BUTTARO, *Recensione a: P.G. Jaeger, L'interesse sociale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1965, p. 581.

⁽⁵⁾ Anche l'origine della visione istituzionalista dell'interesse sociale si fa tradizionalmente risalire all'opera di alcuni autori tedeschi come, ad esempio F. KLEIN, *Die neueren Entwicklungen in Verfassung und Recht der Aktiengesellschaft*, Wien, 1904, che già conteneva elementi del pensiero – necessariamente politico e non “giuridico” – di W. RATHENAU, *L'economia nuova*, Bari, 1922 e ID., *La realtà delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1960, pp. 918-ss. Come ebbe modo di sottolineare P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., infatti, il Rathenau, «uomo politico di notevole statura, grande uomo d'affari e acuto osservatore di problemi, non però giurista, non pretendeva di fondare lui stesso una teoria giuridica, ma solo di additare ai tecnici del diritto la necessità di rinnovare i loro schemi per adattarli alle mutate condizioni economiche e sociali. La sua attenzione era perciò rivolta soltanto al contenuto (*Grund*) dei fenomeni, non alle forme la cui determinazione egli riconosceva essere compito specifico degli studiosi del diritto: pertanto non si curava di usare una terminologia rigorosa, né di costruire nuovi concetti giuridici» (così a p. 20).

persona giuridica e del “suo” interesse; una seconda stagione che, in antitesi alla prima, ha invece valorizzato la dimensione del contratto nella definizione dell’interesse della società, qualificandolo quale sintesi degli interessi dei soci-parti contrattuali ⁽⁶⁾; una terza stagione caratterizzata da vie intermedie all’interesse sociale, così da qualificare questi approcci come neo-contrattuali ovvero neo-istituzionali ⁽⁷⁾.

L’annoso dibattito ⁽⁸⁾ – che ciclicamente riaffiora ⁽⁹⁾ – sembra oramai essere stato risolto nel senso di qualificare l’interesse sociale quale composizione dei plurimi interessi dei soci, tutti riducibili all’interesse comune di questi alla valorizzazione

⁽⁶⁾ Tra i tanti autori che hanno abbracciato la visione contrattualista dell’interesse sociale, sia permesso di rinviare, solo per adesso e non esaustivamente, a P.G. JAEGER, *L’interesse sociale*, cit.; D. PREITE, *La destinazione dei risultati...*, cit., ID., *L’“abuso” della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992; ID., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3^{**}, Torino, 1993, pp. 3-183. È opportuno ricordare che l’interpretazione dell’interesse sociale data da questi autori nelle opere citate è fortemente condizionata – come, del resto, è giusto e normale che sia – dalla disciplina della società azionaria vigente all’epoca in cui scrivevano.

Quella del contratto è, evidentemente, una metafora al pari della “istituzione” o dello “organismo”: essa, cioè, viene utilizzata non già per indicare che a quel dato rapporto debba applicarsi la disciplina di cui agli artt. 1321 e ss. c.c.; bensì per evocare il complesso di interessi rilevanti allorquando lo studioso si accinge a riempire di contenuto la clausola generale “interesse sociale”. In questo senso, C. ANGELICI, *Note minime sull’«interesse sociale»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, p. 255.

⁽⁷⁾ In particolare, e sulla scorta di più moderne teorie aziendali, si è sviluppata una copiosa letteratura, sia economica che giuridica, sui temi legati alla responsabilità sociale dell’impresa la quale è stata dai diversi autori giustificata ora secondo una prospettiva contrattuale, ora – e più frequentemente – secondo una prospettiva istituzionale. Per una rassegna critica delle principali posizioni dottrinali, sia consentito un rinvio a D. MALTESE, *Corporate Social Responsibility ...*, cit., pp. 227-236.

⁽⁸⁾ «[C]oinvolge (ed è in certo modo “inquinato”) da prospettive ideologiche e dogmatiche di amplissima portata» secondo C. ANGELICI, *Note minime...*, cit. p. 255.

⁽⁹⁾ Può usarsi qui ciò che un autore ha avuto modo di dire con riguardo al solo istituzionalismo e, cioè, che la discussione intorno all’interesse sociale «come i fiumi carsici un po’ compare, un po’ sparisce e poi nuovamente riaffiora» nella storia del diritto societario. Così G. COTTINO, *L’impresa nel pensiero dei maestri degli anni quaranta*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 8.

della propria partecipazione sotto il profilo reddituale e patrimoniale ⁽¹⁰⁾, nel rispetto di limiti esterni che possono avere fonte legislativa, contrattuale ovvero ancora unilaterale ⁽¹¹⁾.

Questa visione, diradate le nebbie degli equivoci semantici, sembra essere accettata dalla maggioranza degli studiosi. Essa, però, benché certamente abbia il pregio di valorizzare elementi dell'organizzazione aziendale ⁽¹²⁾, manca ancora di far emergere in tutta la sua forza dirompente la caratteristica principe dell'interesse sociale e, cioè, la sua mutevolezza, legata alla sua natura di interesse concreto ⁽¹³⁾.

⁽¹⁰⁾ Confermato, dopotutto, da un fondamentale arresto della Corte di Cassazione: cfr. Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. Comm.*, 1996, II, pp. 329-ss., con nota di C. ANGELICI – F. CORSI – R. COSTI – A. GAMBINO – P.G. JAEGER, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*

⁽¹¹⁾ Quest'ultimo, poi, può atteggiarsi come atto di autonomia negoziale a rilevanza esterna come, ad esempio, la produzione e la pubblicazione di un codice etico; ovvero ancora come atto di volontaria adesione a principi di *Corporate Social Responsibility* i quali mai, però, possono porsi in contrasto con il perseguimento dello scopo lucrativo. Così P. MONTALENTI, *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2015, pp. 172-ss; ID., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, p. 225.

⁽¹²⁾ È, infatti, in questo senso che mi sembra debba leggersi l'affermazione di P. MONTALENTI, *Interesse sociale, interesse di gruppo...*, cit., p. 173 secondo il quale l'interesse sociale così inteso «si realizza attraverso il medio logico e operativo dell'interesse dell'impresa». Tuttavia, se così è, la prospettiva della valorizzazione della partecipazione del socio sotto il profilo reddituale e patrimoniale non può limitare la definizione dell'interesse sociale alla massimizzazione del c.d. *shareholder value* dal momento che, soprattutto quanto alle partecipazioni in società per azioni quotate, questo valore può cambiare di socio in socio (rectius: secondo il diritto di cui è titolare colui il quale può imprimere un certo andamento alla società mediante il ricorso al diritto di voto) fino all'estremo in cui tale valore diventa addirittura idiosincratico.

⁽¹³⁾ La dottrina maggioritaria è concorde nel ritenere che l'interesse sociale non si identifichi con il generico interesse collettivo degli azionisti alla realizzazione dello scopo sociale (c.d. interesse astratto). Piuttosto, esso è l'interesse specificamente perseguito mediante l'atto adottato. Alcuni autori hanno ritenuto che l'interesse sociale di cui all'art. 2373 c.c. sia un interesse astratto, mentre pare si riferisca ad un interesse concreto la disposizione di cui all'art. 2441 c.c.: cfr. T. ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 95; G. MINERVINI, *Sulla tutela dell'«interesse sociale» nella disciplina delle deliberazioni assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, p. 327. Nel senso della necessità di una rappresentazione pluralistica degli interessi sociali, superata la

Proprio perché ogni impresa esercitata in forma societaria è diversa dalle altre, non può predicarsi di ciascuna un interesse sociale che esiste e permane identico a se stesso *ex ante*⁽¹⁴⁾; piuttosto, possono forse individuarsi gli elementi essenziali e minimi perché almeno di un dato tipo societario possa predicarsi un certo modo di atteggiarsi dell'interesse sociale. Affinché questa operazione ricostruttiva sia condotta con successo, però, è necessario anzitutto rispondere positivamente all'interrogativo circa la possibilità di qualificare i diversi modelli di società per azioni quali tipi o sottotipi, in esito ad un procedimento di verifica delle differenze tra modelli tali da renderli tipologicamente diversi⁽¹⁵⁾.

Superato lo scoglio della possibilità di tratteggiare una lettura tipologica dell'interesse sociale, si renderà necessario adeguarla secondo una prospettiva "patrimoniale": infatti, benché possa dirsi che ogni modello societario costituisca un tipo a sé stante, ciascuno di questi sperimenta una cangianza dell'interesse sociale in ragione della situazione patrimoniale dell'ente⁽¹⁶⁾.

semplificazione delle tesi "unitarie", cfr. G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, cit., pp. 127-ss. Per considerazioni circa le più moderne teorie sull'interesse sociale v. *infra*, par. 2.

(14) Infatti, «[o]gni impresa è creatura a sé stante, che è impossibile conoscere a sufficienza senza quegli investimenti specifici di capitale umano che nessun consulente tecnico avrebbe gli incentivi e il tempo per fare»: così L. ENRIQUES, *Società per azioni*, in *Enciclopedia del diritto. Annali*, X, Milano, 2017, p.969.

(15) Su cui v. *infra* al par. 3.

(16) Soprattutto la perdurante crisi economica – che ha costituito il presupposto per un accentuato interesse della letteratura scientifica per il diritto della crisi d'impresa e fallimentare – ha reso evidente la necessità per l'ordinamento di tutelare gli interessi dei creditori sociali, ponendoli su un piano assiologicamente superiore a quelli dei soci, a certe condizioni. Ciò si è riflesso sul regime della responsabilità degli amministratori che, pur nell'immutata cornice normativa, è stato reso più rigido e gravoso da un'attenta giurisprudenza. In questo senso mi pare si possa leggere il pregevole contributo di A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016, spec. pp. 66-76. L'argomento sarà meglio articolato *infra* al par. 10, anche nel tentativo di superare l'obiezione principe che a questo può muoversi e, cioè, che da una tale interpretazione delle norme possa conseguire una forte limitazione all'assunzione del rischio (d'impresa) da parte dell'organo gestorio: ciò sarebbe in contrasto con la natura stessa delle società per azioni.

Si è detto che lo spettro di opzioni ermeneutiche avanzate dagli interpreti ha ai suoi estremi istituzionalismo e contrattualismo, sebbene le differenze tra i due contrapposti orientamenti tendano a sfumarsi lungo la linea ideale che congiunge questi antipodi esegetici. Pur essendo, questo, un dibattito ben noto, è forse opportuno ricordarne i tratti salienti anche per meglio intendere quali convinzioni – alle volte poco attinenti alla dommatica giuridica – hanno animato l'*ars interpretandi* degli autori che si sono confrontati col tema.

L'evoluzione della fattispecie e della disciplina delle società anonime è senz'altro d'aiuto in questa ricerca: il codice di commercio del 1865 qualificava la fattispecie "società anonima" come ciò ⁽¹⁷⁾ che «si forma mediante riunione di capitali» e che «non esiste sotto nome o ragione sociale, ma è qualificata dall'oggetto della sua impresa» ⁽¹⁸⁾. Questa definizione normativa venne già superata da quella contenuta nel codice di commercio del 1882, laddove iniziarono ad evidenziarsi i caratteri dell'autonomia corporativa ⁽¹⁹⁾ e la più centrale rilevanza per il mondo dell'economia

⁽¹⁷⁾ Il pronome dimostrativo è d'obbligo giacché bisognerà attendere il codice di commercio del 1882 perché l'anonima, la società in nome collettivo, la società in accomandita semplice e per azioni vengano qualificate "enti". Se ne dirà meglio appresso.

⁽¹⁸⁾ Art. 129 co. 1, Codice di Commercio del Regno d'Italia 1865 (c.comm. (1865)). Questa ricostruzione del fenomeno societario era sicuramente influenzata dall'eredità romanistica: alla *societas* romana arcaica, infatti, i diritti propri della *universitas* erano attribuiti solo quando le società svolgevano attività che, pur mosse da uno scopo di lucro di matrice privata, realizzavano servizi – esercitavano imprese, cioè – di pubblica utilità. Si trattava delle *societas publicanorum*. Più in generale, l'origine del contratto consensuale di società tende, dalla dottrina, a farsi coincidere con l'evoluzione del *consortium ercto non cito*, istituto che consisteva nello stato di comunione ereditaria in cui cadevano i *fratres* alla morte del padre *ab intestato*. L'intensificarsi delle relazioni con gli altri popoli, a partire dal III sec. a.C., impose la necessità, da un lato, di raggruppare ingenti somme, dall'altro di sopportare in comune i rischi di operazioni economiche di vasta portata: esigenze che quasi duemila anni dopo faranno nascere le grandi società mercantili archetipo delle società per azioni odierne. Cfr. F. CANCELLI, *Società (diritto romano)*, in *Noviss. dig. it.*, XVII, 1970, pp. 495-ss; A. POGGI, *Il contratto di società in diritto romano classico*, Torino, 1930; A. GUARINO, *Societas consensu contracta*, in *La società in diritto romano*, Napoli, 1988; M. TALAMANCA, *Società (dir. rom.)*, in *Enciclopedia del diritto*, XLII, Milano, 1990; V. ARANGIO-RUIZ, *La società in diritto romano*, Napoli, 2006.

⁽¹⁹⁾ Per la prima volta, una disposizione di legge stabiliva che l'anonima, la società in nome collettivo e la società in accomandita (sia semplice che per azioni) «[...] costituiscono, rispetto ai

della grande società anonima ⁽²⁰⁾, concedendo il legislatore sempre maggior rilevanza all'elemento organizzativo per tramite della personificazione, e così avviando l'interesse della società lungo le rotte della istituzionalizzazione ⁽²¹⁾. In effetti, era già allora avvertito come, all'interno di grandi realtà societarie, i diversi interessi di cui i soci erano portatori esasperassero la conflittualità endosocietaria, così imponendosi la necessità di considerare efficienti meccanismi di tutela delle minoranze, al fine di promuovere l'investimento ed in modo che le anonime non divenissero una «rete tesa al pubblico» ⁽²²⁾; un contenitore ingannevole che attirasse il pubblico risparmio senza, però, salvaguardarne gli interessi.

Eppure, nonostante le avvertite difficoltà in tema di *agency problems*, già dai progetti di riforma del codice del 1882 emerse l'intenzione del legislatore di rendere la società anonima la struttura societaria tipica per grandi realtà imprenditoriali, soprattutto sulla scorta di un'affermata notevole rilevanza sociale dell'istituto e l'assoluta emersione del carattere pubblico delle anonime, conseguenza della

terzi, enti collettivi distinti dalle persone dei socii» (art. 77, Codice di Commercio del Regno d'Italia 1882 (c. comm. (1882))).

⁽²⁰⁾ Un'attenta disamina dell'evoluzione normativa, ricca di riferimenti ai vari documenti preparatori ed ai commenti più autorevoli, si può rinvenire in M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, cit., pp. 113-ss.

⁽²¹⁾ Non può tacersi la contrarietà di alcuni autori a questa interpretazione e, su tutti, T. ASCARELLI, *Principi e problemi della società per azioni*, in *Studi in tema di società*, II, Milano, 1952, spec. p. 47, per il quale il ricorso alla personificazione altro non era che strumento per piegare la rigidità dei meccanismi mediante i quali costituire patrimoni separati alla volontà dei contraenti, così conciliando «la costituzione di un patrimonio separato con una diversità degli scopi che all'uopo (le parti) vogliono raggiungere nei vari casi».

Diversi autori sono concordi nel ritenere che l'istituzionalizzazione dell'interesse sociale sia avvenuta, almeno ad opera della dottrina, anche sulla scorta delle teorie tedesche della *Unternehmen an sich* la quale valorizzava fortemente l'elemento impresa-attività per definire l'interesse dell'ente che tale attività conduceva. Su questo aspetto, *ex multis*, cfr. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., pp. 13-ss. È lo stesso Jaeger a destituire di fondamento le interpretazioni di questa teoria istituzionalista che ne scorgono il fondamento nell'ideologia politica dominante tra gli anni '20 e '40 del XX secolo in Italia e Germania (*ibid.*).

⁽²²⁾ Così, G. PICCINELLI, *La società anonima secondo il nuovo codice di commercio italiano*, Cagliari, 1883, p. VII.

concentrazione della ricchezza – di fonte industriale e non latifondiarìa – nelle mani di pochi “macroantropi societari” ⁽²³⁾.

Si era dunque affermata – almeno temporaneamente – l’idea di un interesse dell’impresa in sé: di un interesse che, cioè, fosse proprio dell’ente sì come diverso e altro rispetto alle persone fisiche che avevano contribuito a dargli origine, di modo che gli interessi di queste ultime si perdessero nel più grande interesse del primo, comprendente le ragioni più disparate, ivi inclusa la ragion di stato in materia economica ⁽²⁴⁾.

Tuttavia, con l’avvento del codice civile del 1942, gli accenni all’istituzionalismo sfumarono così tanto da quasi scomparire dal panorama codicistico, eccezion fatta per talune disposizioni che apparivano essere più enunciazioni di principio che non

⁽²³⁾ C. VIVANTE, *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, pp. 310-ss.; T. ASCARELLI, *Principi e problemi*, cit., pp. 19-ss. per il quale il potere pubblico non poteva non interessarsi in modo accurato alle anonime, specialmente perché queste, in ragione della loro dimensione e rilevanza imprenditoriale, sempre finiscono col trascendere il mero piano economico per giungere a toccare – mediatamente ovvero immediatamente – gli interessi di tanta parte della popolazione «sì che l’intera economia nazionale risente le immediate ripercussioni non solamente delle sorti delle varie imprese nel loro complesso, ma anche di imprese singolarmente considerate».

⁽²⁴⁾ I tratti salienti di questa interpretazione possono riassumersi come segue: (i) impostazione pubblicistica dei problemi della società per azioni, inteso quale modello *tipico* della grande impresa che, nello svolgimento della sua attività, coinvolge ed investe interessi diversissimi tra cui quello dei lavoratori e dei dipendenti della società stessa, dei consumatori e l’interesse collettivo allo sviluppo dell’economia nazionale; (ii) riconoscimento, dunque, dell’interesse proprio della società consistente nella maggior efficienza produttiva della stessa; (iii) sottrazione del controllo della società all’assemblea in favore dell’organo gestorio; (iv) subordinazione degli interessi dei soci all’interesse della società (*rectius*: impresa) e conseguente necessità di conformare l’esercizio dei diritti sociali a quest’ultimo.

Tuttavia, le dottrine istituzionaliste che facevano perno sul concetto di impresa devono esser distinte da quelle che, rifacendosi alla posizione di Otto von Gierke circa la “realtà” della persona giuridica, postulano un interesse proprio della società per azioni in quanto persona giuridica, appunto: cfr. O. GIERKE, *Deutsches Privatrecht*, I, Leipzig, 1895, pp. 486-ss. Non è quanto avviene nelle opere di L. MENGONI, *Appunti per una revisione ...*, cit. e di A. MIGNOLI, *L’interesse sociale*, cit., così come già sottolineato da P.G. JAEGER, *L’interesse sociale*, cit., p. 31, nt. 54.

effettiva espressione di una forte impronta istituzionalista ⁽²⁵⁾. Così, e specialmente in ragione del disposto dell'art. 2247 c.c., si è fatta gradualmente strada una visione contrattualista dell'interesse sociale, sebbene con fortune alterne a far data dalla emanazione del codice e fino, almeno, alla riforma del diritto societario ⁽²⁶⁾. In

⁽²⁵⁾ Questa tendenza fu senz'altro attestata, ad esempio, dal fallimento di alcuni progetti legislativi come quello sulla cogestione (c.d. Progetto Giolitti del 1920, elaborato d'intesa con la Confederazione generale del lavoro) e dalla breve vita della legge mussoliniana sulla socializzazione, probabilmente ispirata alle tesi di Rathenau. A commento di questi due testi, v. A. ASQUINI, *Nuove strutture dell'impresa*, in ID., *Scritti giuridici*, III, Padova, 1961, pp. 155-157.

Tuttavia, anche nel vigore del codice del 1942 e pur non ritrovandosi nella gran parte della dottrina successiva allo stesso un riferimento alla distinzione dell'interesse dei soci e l'interesse della società fondato sulla personalità giuridica di quest'ultima, alcune sentenze della Cassazione hanno affermato proprio il principio della persona giuridica ed il suo interesse, giungendo addirittura a ritenere viziata una deliberazione assunta da tutti i soci in conflitto di interessi con la società, dichiarandone – conseguentemente – l'invalidità a causa del vizio da cui questa è affetta: cfr. Cass. 20 giugno 1958, n. 2148 e Cass. 25 ottobre 1958, n. 3471, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 1959, pp. 27-ss con nota di G. FERRI, *Fideiussioni prestate da società, oggetto sociale, conflitto di interessi* e in *Riv. dir. comm.*, 1959, pp. 251-ss. con nota di E. SIMONETTO, *Fideiussione prestata da una società per un'altra società formata dagli stessi soci*.

⁽²⁶⁾ Sicuramente deve attribuirsi questa fortuna alla pregevole opera di P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit. L'autore, traendo ispirazione dalla corrente liberale della filosofia politica e morale e sul presupposto che «ogni fenomeno associativo del mondo del diritto [...] riflette un interesse collettivo, che ne spiega la formazione» (così a p. 10), brillantemente individua nell'interesse collettivo una distinzione tra interesse di gruppo (caratterizzato dalla contemporanea presenza dei soggetti cui l'interesse è riferibile) e interesse di serie (caratterizzato, al contrario, dalla mutevolezza degli appartenenti alla collettività), ciò che è gravido di conseguenze interpretative – nella sua ricostruzione – al fine di qualificare l'interesse sociale: l'Autore, infatti, ritiene che la società per azioni è disciplina di interessi di gruppo, interessi che solo il contratto può tutelare e realizzare, mentre l'istituzione tutela e realizza interessi di serie; e, poiché solo i soci attuali possono essere titolari di un interesse legato alla società, l'interesse sociale si riduce all'interesse dei soci attuali. Tuttavia, lo stesso autore, in un saggio successivo, arriverà ad affermare che «l'interesse [sociale ...] sembra destinato ad essere soddisfatto pienamente solo con la *perdita della qualità di socio*. L'aumento di valore di azioni incredibili non soddisfa l'interesse di nessuno. Lo stesso aumento di valore di azioni cedibili rappresenta una soddisfazione virtuale che diventa reale solo al momento della cessione», così divenendo centrale la disciplina dell'opa. Cfr. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato ...*, cit., pp. 811-ss. In senso analogo anche G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 462-ss., a p. 477 e, con speciale riferimento alla disciplina dell'opa, anche A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista ...*, cit., p. 197. Tuttavia non sembra corretto

particolare, la dottrina prevalente definì l'interesse sociale quale interesse comune agli azionisti in quanto tali ⁽²⁷⁾ dovendosi escludere da questo tutti gli interessi soggettivamente riferibili ai soci ma estranei alla specifica società alla quale prendono parte. Le posizioni di dottrina e giurisprudenza, tuttavia, sono state parecchio variegate, al punto che alcune letture ⁽²⁸⁾ – apparentemente contrattualiste – presentavano forti contaminazioni istituzionaliste ⁽²⁹⁾; mentre altre ⁽³⁰⁾, nel tentativo di distaccarsi nettamente dalla corrente di pensiero opposta, hanno depurato la definizione di interesse comune degli azionisti, così che da questo fosse eliminato ogni riferimento agli interessi dei soci futuri o eventuali ed in modo che si intendesse l'interesse sociale variabile al mutare dei bisogni dei soci.

affermare che l'aumento di valore di azioni incredibili non soddisfi l'interesse di nessuno, né in una prospettiva contrattualista (i titolari delle azioni godranno comunque di un incremento patrimoniale assimilabile a quello del titolare di un diritto di proprietà su un immobile che si apprezzi nel tempo) né, tantomeno, in una prospettiva istituzionalista in senso stretto (giacché l'aumentato valore delle azioni, essendo funzione dei flussi di cassa futuri, dipenderà anche dalla ricchezza detenuta dalla società, ciò che avvantaggia certamente anche altri soggetti legati da relazioni contrattuali – ovvero, in potenza, extracontrattuali – alla società medesima).

⁽²⁷⁾ Così, appunto, A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, pp. 395-ss.; T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni e su alcuni loro limiti*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, pp. 99-ss.; ID., *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, pp. 147-ss.; A. GRAZIANI, *L'art. 2409 è applicabile alle società cooperative?*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 85-ss.; A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, cit., p. 748.

⁽²⁸⁾ Come, ad esempio, la posizione di A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, pp. 631-ss per il quale l'interesse sociale deve definirsi alla luce degli interessi anche non attuali, perché di lungo termine, dei soci. Posizione già confermata, del resto, dalle succitate pronunce della Corte di Cassazione del 1958.

⁽²⁹⁾ Dubbio avanzato da diversi autori, tra cui P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., p. 89.

⁽³⁰⁾ Tra tutti, l'ASCARELLI, a più riprese, nelle opere già citate per il quale l'interesse sociale è l'interesse strumentale, comune a tutti i membri del gruppo sociale, a che la società realizzi «una massimazione dell'utile aziendale nel quadro di determinate condizioni» (così in T. ASCARELLI, *Fideiussione; conflitto di interessi e deliberazioni di consiglio; oggetto e capacità sociale*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, p. 666).

2. (segue) La rigida dicotomia è stata superata a vantaggio di un più graduato spettro di possibili chiavi ermeneutiche.

Così come è emerso dalle considerazioni svolte nel paragrafo precedente, già prima della riforma del diritto societario la dottrina si è sforzata di conciliare la visione contrattuale dell'interesse sociale con il tenore letterale e sistematico delle norme disciplinanti il fenomeno societario che, forse anche in ragione di incrostazioni ideologiche legate all'epoca storica in cui si formò il codice civile, certamente presenta(va) colorazioni istituzionaliste. In particolare, ciò che per lungo tempo ha segnato il dibattito giuridico – influenzandolo tuttora – in senso contrattualista è stata la norma contenuta nell'art. 2247 c.c. e, in particolare, quel frammento normativo che fa riferimento allo scopo lucrativo ⁽³¹⁾.

Infatti, come è noto, la rubrica dell'art. 2247 c.c. evoca la contrattualità della società, con evidente riferimento al contratto quale fatto costitutivo del rapporto giuridico ⁽³²⁾: la società è, dunque, un rapporto a causa associativa, manifestazione di volontà di soggetti ben individuati, la quale, tuttavia, assume una rilevanza eminentemente "istituzionale" allorché concorre a "creare" una realtà separata e diversa da quella dei soci stessi. Del resto, è proprio questa possibilità che ha assicurato il successo delle società di capitali quale "forma" dell'esercizio dell'attività d'impresa ⁽³³⁾, dal momento che, cioè, l'ordinamento ha consentito che si riunisse in capo ad un unico soggetto di

⁽³¹⁾ Quanto alla funzione compositiva della causa concreta del contratto associativo di società di capitali che lo scopo di lucro svolge (non essendo, dunque, predicabile – almeno direttamente – della società medesima), si rinvia alle considerazioni svolte *supra* al par. 1.

⁽³²⁾ P. SCHLESINGER, *Complessità del procedimento di formazione del contratto ed unità del negozio giuridico*, in *Studi in onore di Paolo Greco*, Padova, 1965, p. 1010. Invero, dopo la riforma, considerazioni ulteriori sarebbero necessarie dal momento che dal contratto si è passati all'atto – anche unilaterale – di autonomia privata che consente la segregazione patrimoniale nella forma di una società di capitali. Da ultimo, sul punto, v. la bella relazione di F. D'ALESSANDRO, *Il fenomeno societario tra contratto e organizzazione*, in *Giur. comm.*, 2017, pp. 487-489.

⁽³³⁾ La letteratura sul tema è vastissima, specialmente in ambiente anglosassone. In particolare, si rinvia alle lucide osservazioni di H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *The Essential Role of Organizational Law*, in 110(3) *Yale L.J.*, 2000, pp. 387-ss. Di recente, cfr. la sintesi offerta da AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law*, cit., cap. 1 e 2; L. ENRIQUES, *Società per azioni*, cit., pp. 959-960.

diritto – che, per tramite della personificazione, diviene centro di imputazione di diritti e doveri – la pluralità di centri di imputazione che altrimenti si sarebbero dati in esito alla segregazione patrimoniale operata dai singoli partecipanti all'affare. In questa prospettiva, s'è correttamente detto che i soci sono coloro i quali vantano una pretesa “di ultima istanza” sul residuo patrimoniale che dovesse esservi all'esito della liquidazione della società, cioè una pretesa sulla parte di patrimonio residua all'esito del soddisfacimento delle pretese creditorie di tutti gli altri soggetti in relazione giuridica con la società medesima ⁽³⁴⁾.

Con particolare riferimento alle società per azioni, oggetto di questa indagine, inoltre, s'è detto da più parti che la realizzazione dell'interesse del socio si può apprezzare esclusivamente con riferimento al valore di scambio che la partecipazione ha in un dato momento e, precisamente, per tramite del suo valore di *realizzo* al momento dello scambio ⁽³⁵⁾. Questa circostanza, che si dà – ovvero che, anche solo potenzialmente, può darsi – nel mercato per effetto della cessione della partecipazione, è diventata il parametro di riferimento per valutare l'interesse del titolare della partecipazione medesima.

Questa considerazione, in uno con quella per cui l'interesse sociale (*recte*: della società) è composto dalla somma degli interessi (anch'essi sociali) dei soci, ha fatto in modo che si completasse il procedimento sillogistico in virtù del quale è interesse sociale quello alla massimizzazione del valore della partecipazione del socio. Questo, dunque, il parametro per guidare i gestori nelle scelte aventi ad oggetto la conduzione dell'impresa societaria ⁽³⁶⁾. Tuttavia, non è solo a questi fini che la proposta

⁽³⁴⁾ In questo senso, infatti, i soci sono “*residual claimants*”, cioè che in parte fa da contraltare alla limitazione della responsabilità patrimoniale.

⁽³⁵⁾ Oltre agli Autori già citati *supra* alla nt. 26, in senso analogo v. F. CHIAPPETTA, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, pp. 679-ss.; A. GAMBINO, *Nuove prospettive sul conflitto di interessi assembleare nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, pp. 379-ss. Un orientamento diverso è difeso da M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 1-ss. nonché A. MAZZONI, *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 649-ss.

⁽³⁶⁾ Nella vastità della produzione dottrinale sul punto, si rinvia a V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 101-ss.; C.

interpretazione dell'interesse sociale ha avuto rilevanze esegetiche: infatti, tutta l'attività deliberativa degli organi societari – nonché la congruità di altri valori legati ad alcuni diritti dei soci ovvero ad altre operazioni societarie – è da valutarsi avendo a mente proprio questo parametro tanto fondamentale quanto sfuggivo ad ogni tentativo di stabile definizione ⁽³⁷⁾.

Alcuni autori, per lo più statunitensi, hanno tentato di ricostruire unitariamente l'interesse sociale in chiave istituzionale, imperniando sull'organo gestorio il proprio sistema di riferimento ⁽³⁸⁾. Altri hanno tentato una *reductio ad unum* di interessi

ANGELICI, *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, pp.573-ss.; dubbioso, sul punto, F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2013, pp. 120-124.

⁽³⁷⁾ In questo senso, la teoria che rinviene nella massimizzazione del valore della partecipazione del socio sotto il profilo reddituale e patrimoniale l'unico interesse sociale è probabilmente da respingersi, almeno parzialmente: non soltanto essa ha condotto a storture nell'interpretazione delle norme che richiamano il concetto di "interesse sociale" (come si dirà *infra*) ma ha altresì avuto conseguenze non desiderabili in punto di interpretazione di altre fattispecie, come ad esempio le c.d. clausole di trascinamento. Il procedimento ermeneutico è stato di questa foggia: l'interesse dell'azionista è quello alla massimizzazione del valore della propria partecipazione sotto il profilo reddituale e patrimoniale; il corso azionario riflette, attualizzandoli, i flussi di cassa futuri; dunque, poiché la liquidazione della partecipazione (almeno nelle società per azioni quotate) in esito all'esercizio del diritto di recesso è attuata usando quale parametro quantitativo la media ponderata dei prezzi delle azioni, anche per la clausola di trascinamento – perché sia valida – è opportuno predisporre un *quantum* minimo (*floor*) al di sotto del quale il trascinate non potrà vendere e che, in questa prospettiva, coincide con quello previsto per il recesso. Tuttavia non sembra questa la ricostruzione più adeguata, se solo si presta attenzione al profilo strutturale dell'operazione di *drag along*: essa, infatti, sembra assimilabile più ad una *cash-for-stock merger* nella quale l'acquirente consegue il controllo dell'emittente acquistando azioni in cambio di denaro (fattispecie, come noto, non accolta dal legislatore europeo e, conseguentemente, dal legislatore nostrano). Se così è, però, il *quantum* minimo cui il socio ha diritto ben può essere superiore a quello previsto per il recesso, giacché il suo interesse non è necessariamente coincidente con il valore – che si presume massimizzato – della partecipazione. Sul punto, v. C.A. NIGRO, *Co-vendita da trascinamento e tutela del socio trascinato: una preliminare critica del diritto vivente*, 2017, manoscritto consultato per gentile concessione dell'Autore.

⁽³⁸⁾ M.M. BLAIR, *Boards of Directors as Mediating Hierarchs*, in 38(2) *Seattle Uni. Law Rev.*, 2015, pp. 297-ss.; M.M. BLAIR – L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in 85 *Va. L. Rev.*, 1999, pp. 247-ss.

sociali eterogenei mediante il ricorso al ruolo selettivo svolto dall'efficienza informativa del mercato: le differenze nelle aspettative quanto ai ritorni sull'investimento azionario sarebbero neutralizzate dalla capacità del mercato di apprezzare correttamente i flussi di cassa futuri, riflettendo questo valore nel prezzo del singolo titolo partecipativo, indipendentemente dal modo in cui questo sia strutturato ⁽³⁹⁾. Altri ancora hanno ipotizzato che sia l'ordinamento stesso ad individuare un interesse astratto ed unitario ⁽⁴⁰⁾ rispetto al quale valutare la coerenza di operazioni rilevanti ai fini dell'applicazione di talune norme codicistiche (ad es., oltre all'art. 2373 c.c., anche gli artt. 2441 e 2497 c.c.): la mutevolezza e varietà dell'interesse sociale, invero, depongono nel senso di non ritenere valida neppure questa opzione interpretativa, specialmente perché le conseguenze applicative di un siffatto orientamento condurrebbero all'assurdo di una paralisi dell'operatività degli organi sociali, combattuti tra diverse opzioni imprenditoriali, tutte – in astratto – egualmente perseguibili eppure incapaci di soddisfare contestualmente i vari “interessi sociali” ⁽⁴¹⁾.

Attesa, dunque, l'impossibilità di definire precisamente *ex ante* quale sia l'interesse della singola società – essendo necessario, ad un tempo, valorizzare la dimensione e dell'istituzione e del contratto – occorre che l'interprete abbia dei parametri normativi di riferimento utili ad orientarsi con maggior sicurezza entro l'ambito delle norme dettate dal legislatore; in particolare, egli deve potersi muovere speditamente tra quelle utili a correggere le infiltrazioni, nel procedimento deliberativo, di interessi altri rispetto a quelli perseguiti dai soci mediante il ricorso allo strumento societario.

⁽³⁹⁾ Si rinvia una critica a questa tesi in G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, cit., pp. 122-123, ove altri riferimenti bibliografici alla letteratura domestica e statunitense.

⁽⁴⁰⁾ Cfr., da ultimo, le considerazioni di E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003, pp. 111-ss.

⁽⁴¹⁾ Così, R. SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 135-ss.; M.S. SPOLIDORO, *Appunti sull'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 179-ss.; G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, cit., p. 126.

Perché ciò sia possibile, ritengo sia utile percorrere una diversa strada interpretativa. Una via, cioè, che si muova lungo l'essenza economica dello strumento societario (il suo essere alternativa al mercato utile a ridurre i costi di transazione), tenendo in debita considerazione i problemi di agenzia che si danno al suo interno, per cercare di intendere quale sia effettivamente la funzione che l'ordinamento riconosce a ciascun organo all'interno della struttura corporativa ed i poteri che, conseguentemente, assegna a ciascuno di questi.

Così, poiché la società per azioni non nasce per finalità che si esauriscono al suo interno bensì ha una naturale vocazione al mercato, è preliminare ad ogni definizione del *suo* interesse sociale capire come si atteggi il rapporto tra le due istituzioni: la società per azioni ed il mercato ⁽⁴²⁾.

3. Una diversa ricostruzione dell'interesse sociale deve prender le mosse dal rapporto tra società e mercato, alla luce del ruolo del tipo negoziale reale.

Nella transizione che ha condotto al codice del 1942, i giuristi hanno privilegiato il ricorso a schemi interpretativi collaudati, forse per inerzia ⁽⁴³⁾ o – più probabilmente – per consuetudine ed avversione al rischio (ermeneutico). Così, ad esempio, in ambito contrattuale, la rilevanza del “tipo” per qualificare una data operazione economica è sembrata essere necessaria per la tutela di interessi specifici delle parti contraenti; interessi che, d'altra parte, ben sarebbero stati protetti anche ricorrendo ad arnesi dello strumentario del giurista che nulla hanno da spartire con la dommatica del tipo ⁽⁴⁴⁾.

⁽⁴²⁾ Non è oggetto di questa ricerca una ricostruzione completa dell'interesse sociale delle società “aperte”. Tuttavia, l'opera di ricostruzione ermeneutica è già stata convincentemente operata da M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, cit., cui si rinvia per vari spunti argomentativi.

⁽⁴³⁾ T. ASCARELLI, *Il negozio indiretto e le società commerciali*, in ID., *Saggi giuridici*, Milano, 1949, p. 151.

⁽⁴⁴⁾ Così come riportato da G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Milano, 1974, p. 6 il quale espressamente si riferisce all'obbligo – accessorio – di eliminazione dei vizi esistente in capo al venditore-fabbricante nei confronti dell'acquirente; obbligo che può dirsi sorto soltanto

Solitamente, l'interprete ricorre alla qualificazione di un dato negozio secondo uno dei tipi normativamente previsti in ragione del fatto che l'individuazione del tipo legale permette di applicare al rapporto in esame una data disciplina ⁽⁴⁵⁾. Questa circostanza dà ragione del fatto che nel processo di tipizzazione – o di qualificazione tipologica – si faccia spesso ricorso a distinzioni che possono apparire minuziose eppure essenziali per far sì che il tipo legale si intrometta nel regolamento pattizio, sì da integrarlo ⁽⁴⁶⁾.

In questa sede, però, il ricorso alla dommatica tipologica non è utile ad identificare il nucleo di disciplina applicabile al rapporto contrattuale stabilito tra i soci né, per vero, alle regole che disciplinano il funzionamento dell'istituzione che questi contribuiscono a creare. Invero, l'operazione ermeneutica che qui si propone consiste nel risalire dai frammenti di disciplina all'unità del tipo; per poi, attraverso questa qualificazione del rapporto giuridico, tentare di fornire all'interprete i criteri per iniziare a riempire di contenuto la clausola generale dell'interesse sociale, sul duplice assunto che questo sia intimamente legato all'attività imprenditoriale e che la *forma* prescelta per l'esercizio dell'*attività* abbia conseguenze anche sulle modalità in cui l'attività stessa si svolge.

Così, anziché ricorrere solamente ad elementi esterni alla fattispecie per caratterizzare la clausola generale che a questa si riferisce, si potrà raggiungere il

qualificando quel rapporto contrattuale secondo il modello dell'appalto e non già della vendita: questo perché il legislatore del 1942 ha costruito il tipo vendita avendo in mente il venditore-commerciante e non già il venditore-fabbricante o costruttore. Lo stesso risultato, però, si sarebbe potuto raggiungere semplicemente costruendo l'obbligo accessorio come espressione del principio di correttezza consacrato dall'art. 1175 c.c. il quale, dunque, può fungere da clausola generale per integrare la disciplina tipica orientandola a risultati più equi.

⁽⁴⁵⁾ In questo senso il concetto di tipo si avvicina a quello di fattispecie, come evidenziato da M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., p. 82.

⁽⁴⁶⁾ L'asserita "intromissione" del tipo nel regolamento pattizio è conseguenza della interpretazione del sistema di diritto civile alla luce del predominante principio di matrice liberale intorno al quale esso è incardinato e, cioè, la centralità della persona: il perno del sistema tutto è l'individuo, in posizione di indipendenza ed autonomia. Cfr., *ex multis*, P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni in tema di controllo*, in *Diritto, Mercato ed Etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti* a cura di L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2010, p. 310.

medesimo risultato per tramite di elementi di disciplina propri di quella fattispecie e, dunque, si potrà induttivamente risalire al contenuto della clausola secondo una prospettiva ermeneutica in parte assiologica ed in parte funzionale: risalendo agli interessi ed ai valori coinvolti e protetti dalla disciplina del tipo si compirà un corretto procedimento logico di determinazione della clausola generale che al predetto tipo si riferisce.

Questo procedimento, poi, consente – mediante il ricorso al concetto di tipo nell'attività interpretativa – sostanzialmente di «evidenziare il modello socio-economico sotteso dalla fattispecie legalmente preconstituita»⁽⁴⁷⁾, con indubbi vantaggi rispetto al tema oggetto di questo studio: la possibilità di affermare il polimorfismo dell'interesse sociale, ciò che consente di liberarsi dalle sovrastrutture preconcezionali così ricorrenti nel dibattito sul tema, al fine di adeguare l'interpretazione alle necessità della realtà economica, in una prospettiva di giustizia sostanziale. In altre parole, il tentativo è quello di individuare gli elementi minimi che contribuiscono, almeno in parte, a comporre l'interesse sociale delle società per azioni “chiusa”; della società per azioni “aperta”; della società per azioni “quotata”.

Il tentativo, invero, è già stato operato, almeno con riferimento alla ricerca di differenti *Realtypen* societari: la diversificazione dei modelli di società per azioni ha comportato un'indubbia moltiplicazione di discipline, pur coerenti con i tipi reali prefigurati dal legislatore; ma sempre discipline di fatti economici⁽⁴⁸⁾. La qual cosa non è da sottovalutarsi, dal momento che è stata un'operazione utile a collegare il fenomeno imprenditoriale alla struttura che a questo le parti hanno inteso dare.

Tuttavia, la prospettiva che vuole adottarsi in questo studio consiste nell'affermare che, anzitutto, debba sicuramente attribuirsi un ruolo tipologico ai mezzi ed alle modalità di reperimento del capitale strumentale all'attività economica da esercitarsi in forma societaria, nonché alla modalità di rappresentazione della partecipazione al capitale prescelta, indipendentemente da come questa si atteggi⁽⁴⁹⁾, soprattutto in ragione dei riflessi organizzativi che questa ha: infatti, allorquando ci si metta alla

⁽⁴⁷⁾ M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., *ibid.*

⁽⁴⁸⁾ M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., pp. 86-87.

⁽⁴⁹⁾ Se, cioè, azione ordinaria, azione speciale che forma una “categoria”, quota sociale e via discorrendo.

ricerca degli elementi essenziali – ovvero tipologici – della società per azioni, non può disconoscersi la rilevanza dei diversi modelli socio-economici sottesi alla disciplina dettata dal legislatore ⁽⁵⁰⁾, i quali si atteggiavano – in ossequio all’insuperabilità del dato normativo – a sotto-tipi della società per azioni.

Prima di muovere ad una (breve) disamina diacronica delle posizioni dottrinali sul punto e prima di procedere all’analisi di alcuni frammenti di disciplina che possono essere d’aiuto nella definizione dei contorni dei sotto-tipi entro l’unico tipo “società per azioni” (così sgomberando il campo dalla tentazione di affermare la moltiplicazione tipologica dei modelli di s.p.a.), sia concesso di ricorrere ad un esempio per sottolineare come una ricerca tipologica non sia inutile.

Pur essendo oggi ammessa la costituzione unilaterale di una società per azioni ovvero di una società a responsabilità limitata, quanto alla prima sarebbe difficile immaginare che la partecipazione al capitale possa essere rappresentata da una sola azione: se così fosse, dovrebbe forse qualificarsi l’ente quale società a responsabilità limitata, essendo la – almeno astratta – circolazione *delle* azioni una delle caratteristiche indefettibili del tipo società per azioni. E se è vero che la società potrebbe astrattamente emettere nuove azioni in futuro, cionondimeno essa non cesserebbe di non essere società per azioni se, al momento della redazione dell’atto

⁽⁵⁰⁾ È sufficiente, a tal proposito, considerare come il modello che dovrebbe guidare l’interpretazione del dettato normativo in materia di società per azioni è quello della *Publikumgesellschaft*, della *public corporation*; invece, si può ricorrere a questi modelli interpretativi prevalentemente quando si discorre di società per azioni con titoli quotati nei mercati regolamentati e non anche nel caso di società per azioni c.d. “chiuse”, magari con una forte impronta familiare. La difficoltà di tracciare linee nette di confine sta nella circostanza che, soprattutto in Italia, capita che una società “chiusa” quanto alla composizione della compagine sociale scelga di negoziare i propri titoli sui mercati regolamentati, magari ricorrendo a strumenti di dissociazione tra partecipazione economica e situazioni soggettive a carattere organizzativo. Cionondimeno, però, il dato cui forse è necessario prestare attenzione è che, pur avendo una ristretta base azionaria, nel momento in cui queste società decidono di far ricorso al mercato del capitale di rischio (regolamentato o meno), esse decidono di sottoporsi ad una disciplina che necessariamente sarà più gravosa di quella dettata per le società per azioni chiuse; e tanto fanno perché consapevoli dei benefici – ad esempio, in termini di accesso al capitale – che discendono dalla quotazione dei propri titoli partecipativi. Non sembra, dunque, peregrino affermare che il *tipo* mantenga una forte rilevanza indipendentemente dal variegato atteggiarsi delle compagini sociali.

costitutivo, il programma negoziale si concretizzasse in un'effettiva eliminazione di un elemento che si ritiene essere connaturato e coesistente al tipo ⁽⁵¹⁾: così, probabilmente, l'autorità giudiziaria – in ossequio ad un principio di conservazione dei negozi – dovrebbe sostituire le clausole dell'atto costitutivo o dello statuto invalide con altre valide. Questo esempio, del resto, è coerente anche con la qualificazione causale dell'atto negoziale costitutivo di una società ⁽⁵²⁾: in una prospettiva di causalità concreta – che intenda, cioè, la causa del negozio quale sintesi degli elementi effettuali minimi dello stesso – è agevole intendere come l'assenza di un elemento “caratteristico” – o causalmente tipico, in concreto – del negozio non possa che comportare la nullità dello stesso ⁽⁵³⁾. Questa notazione non è di poco conto rispetto alla individuazione di alcuni elementi essenziali con i quali comporre l'interesse sociale: se l'operazione economica sottesa al negozio giuridico si discosta da quella già astrattamente disciplinata dal legislatore, la selezione degli interessi in gioco dovrà tener conto di questa eventualità, così aggravando ovvero alleggerendo il procedimento definitorio della clausola generale, in ragione dei maggiori o minori interessi coinvolti nell'esercizio dell'attività economica nelle forme concretamente prescelte.

Chiaramente, un'ulteriore conseguenza, in punto di disciplina, che la qualificazione tipologica “pura” dei diversi “modelli” di società per azioni avrebbe (cioè, il fatto che a ciascun modello corrisponda un tipo) sarebbe sicuramente quella di qualificare l'evento mutativo del “tipo” negoziale prescelto quale trasformazione dell'ente: la circostanza che le azioni di una data società siano quotate nei mercati regolamentati ovvero vengano escluse dalla quotazione comporterebbe – in senso, lo

⁽⁵¹⁾ Così anche M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., p. 41 e, specialmente, nt. 66.

⁽⁵²⁾ P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, cit., *passim*.

⁽⁵³⁾ Sul rapporto tra tipo e causa, illuminante V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato* a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2011, p. 409: «[i]l tipo cui il concreto contratto appartiene dice molto della causa di questo, ma non dice tutto: perché può tacere elementi che, irrilevanti rispetto al tipo, rilevano per la definizione della causa. Per converso il tipo non dice tutto, ma dice molto: perché offre comunque una prima [...] rappresentazione della ragione giustificativa del contratto». Sul punto, fondamentale il contributo di G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1968, *passim*.

si anticipa, non condivisibile nella prospettiva qui adottata – una trasformazione dell'ente, con l'applicazione della disciplina prevista dal legislatore proprio per le trasformazioni di società.

L'ultima notazione preliminare, probabilmente necessaria, attiene alla opportunità di ribadire talune differenze semantiche tra termini che a volte sono erroneamente usati in modo intercambiabile: fattispecie, tipo, negozio, istituto.

1) Fattispecie è, anzitutto, termine da qualificare ulteriormente: si intende *fattispecie concreta* il fatto giuridico (fatto naturalistico ovvero atto giuridico, singoli o combinati tra loro) che l'ordinamento disciplina; il complesso di disciplina è *fattispecie astratta*, entro i cui limiti si sussume la fattispecie concreta, al fine di stabilire, per tramite della norma, un nesso di causalità giuridica tra evento (giuridico) ed effetto (giuridico);

2) Tipo è il nucleo normativo che identifica una data fattispecie astratta per normarla giuridicamente. Si può, così, definire “sotto-tipo” il particolare atteggiarsi di un dato tipo normativo, il quale ultimo è *genus* rispetto ad una peculiare *species*. Con metafora antropomorfa, si potrebbe affermare l'identità genetica *delle* società per azioni, rappresentando ciascun “sotto-tipo” un differente stadio della “crescita” dell'unico organismo ⁽⁵⁴⁾.

3) Negozio (giuridico) è il libero atto di volontà – di autonomia privata, cioè – volto alla realizzazione di uno scopo non riprovato dall'ordinamento ⁽⁵⁵⁾ – e, dunque, meritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322 co. 2 c.c. In quanto atto di volontà, esso appartiene alla categoria dei fatti giuridici ⁽⁵⁶⁾ e, dunque, concorre alla – ovvero si

⁽⁵⁴⁾ V. *amplius* le considerazioni riportate *infra* che traggono decisivo spunto da quelle di M. NOTARI, *Commento all'art. 119*, in *La disciplina delle società quotate* a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 759-760, così come ribadito anche in M. NOTARI, *Contratto e regolamentazione nella quotazione in borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 504. Nello stesso senso, mi sembra possano leggersi le considerazioni – che confermano la posizione già espressa da Notari – di P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, pp. 211-ss.

⁽⁵⁵⁾ E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1960; G. STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1961; F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2002. In questo senso deve intendersi il requisito della meritevolezza dell'interesse di cui anche all'art. 1322 co. 2 c.c.

⁽⁵⁶⁾ F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, cit., p. 125.

esaurisce nella – formazione di una fattispecie. Quando, poi, il legislatore disciplini taluni negozi tipici, egli ha già operato una selezione degli interessi in gioco, valorizzandone la meritevolezza e, dunque, approntandone un'adeguata tutela;

4) È istituto giuridico – per dirla con Vassalli – lo schema concettuale riassuntivo di norme che disciplinano una data fattispecie: in questo senso si parlerà in questo lavoro del mercato quale istituzione.

Lo sforzo definitorio, connaturato alla dottrina nostrana, non è del tutto inutile. Infatti, declinando la sua utilità secondo il tema oggetto della ricerca, si converrà che il fatto che uno o più soggetti intendano mettere in comune delle risorse economiche per il compimento di attività d'impresa è ritenuto meritevole di tutela dall'ordinamento, il quale predispone uno strumento negoziale tipico che è la società (di persone o di capitali). Ogni *modello* di società ha, poi, diverse articolazioni cui il legislatore ricollega una certa disciplina, in ragione degli interessi che si *presume* possano entrare in collisione nell'esercizio di quella data attività, mediante quel determinato strumento. Ciò che è di non poco momento esegetico nel momento in cui si deve definire – riempire di contenuto, cioè – la clausola generale.

Ciò detto, è bene passare adesso alla analisi delle norme che giustificano una lettura subtipologica del fenomeno società per azioni, per capire quali diversi interessi (tanto endsocietari quanto extrasocietari) siano ricollegabili ai singoli sottotipi.

Quante al rapporto tra s.p.a. chiusa e aperta, da un lato, e quotata, dall'altro, è preliminarmente conveniente avvertire che, già dagli anni '60 del secolo scorso – e soprattutto a far data dall'emanazione della legge 7 giugno 1974, n. 216⁽⁵⁷⁾ – la dottrina si è interrogata sulla rilevanza normativa attribuibile ad un preteso “statuto” della società con azioni quotate in borsa, con ciò intendendo anzitutto il *corpus* normativo contenuto nella legge sul mercato mobiliare la quale, di fatto, aveva istituito un regime “speciale” per le società con titoli negoziati in borsa. Successivamente, un ulteriore frammento di disciplina ha contribuito ad arricchire lo “statuto” della società quotate: ci si riferisce all'art. 13 della legge 18 febbraio 1992, n. 149⁽⁵⁸⁾ il quale, come è

(57) “Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari”.

(58) “Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli”. La disposizione in parola recitava così: «[i] soci di una società le cui azioni sono quotate in borsa,

noto, attribuiva il diritto di recesso al socio dissenziente in caso di fusioni che comportassero la perdita della quotazione delle azioni; frammento normativo che è poi confluito nella disciplina organica dei mercati finanziari contenuta nel Testo Unico della Finanza ⁽⁵⁹⁾, per approdare definitivamente nel codice civile, all'art. 2437-*quinquies* c.c. ⁽⁶⁰⁾.

La presenza costante di questo frammento di disciplina non può leggersi quale refuso traluzio inavvertitamente mantenuto dal legislatore storico: infatti, una tale interpretazione – volta, evidentemente, a giustificare una qualificazione “tipologica” delle società per azioni quotate *contra legem* – sarebbe irrimediabilmente viziata dalla forzatura che l'interprete opererebbe sulla lettera della disposizione: una violenza gratuita, utile soltanto ad estorcere alla muta parola un senso che essa non ha.

Quanto alla questione interpretativa in parola, in uno con il definitivo intervento sistematizzante del legislatore che ha organicamente riformato la disciplina dei mercati finanziari, è stata specialmente la tutela dei soci astenuti o dissenzienti rispetto a deliberazioni che comportano l'assegnazione di azioni non quotate ciò che ha rappresentato il profilo di maggior rilevanza per discutere della tipicità della società con azioni quotate in mercati regolamentati: è, infatti, nella prospettiva della sussistenza o meno di un rapporto tra *tipi* che devono risolversi i problemi collegati al *delisting*. Anzitutto, se di qualificazione tipologica deve trattarsi, questa comporterebbe la necessaria trasformazione della società per azioni, con indubbi

che siano dissenzienti dalla deliberazione riguardante la fusione mediante costituzione di una società nuova ovvero incorporazione in una società le cui azioni non sono quotate in borsa, hanno diritto di recedere ai sensi e per gli effetti dell'art. 2437 del codice civile».

⁽⁵⁹⁾ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. L'articolo in parola era il 131, rubricato “Diritto di recesso in caso di fusioni e scissioni” e che così recitava: «[g]li azionisti dissenzienti dalle deliberazioni di fusione o di scissione che comportino l'assegnazione di azioni non quotate hanno diritto di recedere ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile». La norma – oramai abrogata – di cui all'art. 131 TUF integrava la precedente prevedendo espressamente il diritto di recesso anche per il caso di deliberazioni di scissione, così colmando il vuoto normativo della disposizione previgente. *Ex multis*, per un contributo esaustivo sul punto, v. M. NOTARI, *Commento all'art. 131*, in *La disciplina delle società quotate* a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 1100.

⁽⁶⁰⁾ M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, pp. 529-ss.

problemi quanto all'individuazione dell'organo competente a deliberare la quotazione, per un verso; l'esclusione dalla quotazione, dall'altro ⁽⁶¹⁾.

Infatti, in senso coerente con l'evoluzione storica della norma, sembra oggi potersi affermare con certezza che non può discorrersi di alcun cambiamento tipologico allorquando i titoli di una data società per azioni vengano, alternativamente, collocati presso il pubblico in maniera diffusa ovvero siano quotati nei mercati regolamentati; né, per converso, quando una data operazione societaria comporti l'esclusione dei predetti titoli dalla quotazione ovvero una più alta concentrazione della loro diffusione.

La giustificazione di ciò può rinvenirsi anzitutto nella circostanza che la decisione di negoziare i titoli dell'emittente è una scelta gestoria ⁽⁶²⁾ la quale, dunque, non

⁽⁶¹⁾ Si vedano, sul punto, le chiare osservazioni di M. NOTARI, *Commento all'art. 119*, cit., pp. 756-ss., per il quale è indubbio che l'ammissione alla negoziazione delle azioni di una società sia evento che dipende dalla volontà della società, sebbene esso debba qualificarsi quale atto gestorio e, dunque, riservato alla competenza degli amministratori: la circostanza, infatti, che l'ammissione alla quotazione sia preceduta o accompagnata da una delibera dell'assemblea straordinaria è del tutto accidentale. Essa – per l'Autore – è circostanza soltanto fattuale, che si dà soltanto allorquando la quotazione sia accompagnata da operazioni straordinarie preordinate alla quotazione medesima; ovvero dall'adeguamento dello statuto della quotanda alle prescrizioni in materia di quotazione fissate dalla società di gestione del mercato. Eventualità, queste, che, pur potendosi qualificare come *l'id quod plerumque accidit* non sono – in astratto – sempre necessarie. P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, cit., p. 219, ritiene che «la fattispecie dello statuto legale della società quotata non è una fattispecie negoziale (un tipo, nel senso nel quale il vocabolo è usato nel linguaggio legislativo); è bensì un (modello di) mero fatto, quello, appunto, dell'ammissione alle negoziazioni». Ora, queste ultime osservazioni non pare possano interamente condividersi: infatti, sebbene l'ammissione alla quotazione si risolva in una circostanza fattuale – quella, cioè, della quotazione degli strumenti finanziari dell'emittente su un dato mercato regolamentato – non può negarsi la natura negoziale dell'atto che conduce alla quotazione degli strumenti stessi. Sembra, però, possa dubitarsi della natura contrattuale del rapporto intercorrente tra emittente e società di gestione del mercato borsistico, così come evidenziato da M. NOTARI, *Contratto e regolamentazione ...*, cit., *passim*.

⁽⁶²⁾ Cfr. M. NOTARI, *Commento all'art. 119*, cit., p. 759. Di più, sembrerebbe non peregrina l'ipotesi di una "quotazione" volontaria dei titoli quale espressione dell'interesse del titolare dei titoli medesimi. Chiaramente non è, questa, una possibilità prevista o accordata da alcun regolamento borsistico di cui si ha conoscenza. Eppure, ove ciò fosse ammesso, sembrerebbe coerente con la scelta legislativa (di utilizzare la circostanza fattuale della negoziazione regolamentata dei titoli

comporta alcun cambiamento dell'iniziale contratto associativo sottoscritto dai soci (ciò che, invece, avviene allorquando si discorre di "trasformazione" dell'ente). In secondo luogo – e quale logico corollario di quanto appena detto – non si potrebbe giustificare altrimenti la disciplina del recesso del socio limitato alla sola "involuzione" dell'ente che avverrebbe nel passaggio da s.p.a. con azioni quotate a s.p.a. con azioni diffuse presso il pubblico in misura rilevante ovvero s.p.a. "chiusa": infatti, se di trasformazione si trattasse, sarebbe del tutto pleonastica e ridondante la previsione di una specifica causa di recesso, peraltro limitata alla sola "involuzione". Invece, la predetta disciplina ben si giustifica sol che si ponga attenzione alla circostanza che essa permette al socio (astenuto o dissenziente) una pronta e sicura alternativa alla liquidazione del proprio investimento, la quale egli potrebbe comunque ottenere ove i titoli dell'emittente fossero negoziati su mercati regolamentati (ciò che avviene, per l'appunto, in caso di quotazione).

Quanto al rapporto tra s.p.a. "chiusa" e s.p.a. "aperta", invece, vi sono numerosi rinvii nel codice e nelle leggi speciali che giustificano la legittimità di una interpretazione che distingue i due "modelli" o "sotto-tipi" ⁽⁶³⁾, pur nella unità del tipo s.p.a.

Ora, stabilito, dunque, che il dettato normativo non consente di individuare vari tipi di società per azioni (se non nella forma di modelli diversi di esercizio dell'attività di impresa in forma societaria, in ragione della loro apertura al mercato quanto alla

quale elemento distintivo della fattispecie "società per azioni quotata") l'assoggettamento dell'ente societario alla disciplina delle società quotate. In questo senso, pienamente condivisibili appaiono le riflessioni di M. NOTARI, *Contratto e regolamentazione ...*, cit., p. 502-ss.

⁽⁶³⁾ Anzitutto, è il codice civile che all'art. 2325-*bis* distingue tra i due modelli. Poi, si pensi alla disciplina della pubblicità dei patti parasociali *ex art. 2341-ter c.c.*, al computo delle azioni proprie *ex art. 2357-ter, co. 2 c.c.*, ai parametri per la valutazione delle azioni proprie con cui effettuare "altre operazioni" *ex art. 2358 co. 4 c.c.*, al limite all'acquisto di azioni della controllante da parte della controllata *ex art. 2359-bis co. 3 c.c.*, alla disciplina del procedimento assembleare (artt. 2366 co. 2-3 c.c., 2367 co. 1 c.c., 2368 co. 2 c.c., 2369 co. 1, 5 e 7 c.c., 2370 c.c., 2372 co. 2 e 8 c.c., 2377 co. 3 c.c., 2379-*ter* co. 2 c.c.), nonché alle differenze nella disciplina del recesso e così via. Senza dilungarsi oltre, è evidente che le disposizioni in esame tengono in debita considerazione la tendenziale differenza tra i modelli di s.p.a., ciò che giustifica – in ragione della diversa fattispecie – una diversa disciplina del sotto-tipo.

raccolta del capitale di rischio e la conseguente struttura gerarchico-organizzativa che il sotto-tipo deve adottare), resta da intendere quali conseguenze abbia tale circostanza nella definizione dell'interesse sociale.

Anzitutto, è bene ricordare che la scelta del legislatore in favore di un sistema tipologico dei contratti associativi risponde anche agli interessi degli stessi associati, potendosi risolvere nell'intenzione di agevolare l'esplicazione dell'autonomia privata, garantendo una relativa immodificabilità del patto quanto agli elementi organizzativi che, strutturalmente, tutelano *anche* interessi dei terzi (⁶⁴). La scelta di un determinato sotto-tipo di s.p.a. (per tacere, qui, della scelta di altri tipi di società di capitali) mentre agevola le parti del contratto nel determinare il contenuto delle reciproche obbligazioni, limita anche la possibilità di conformare il contratto sì come esse meglio credono, sul presupposto che vi siano interessi intangibili dall'autonomia privata che la disciplina di legge del tipo considera e tutela (⁶⁵).

(⁶⁴) Cfr. D. PREITE, *La destinazione dei risultati...*, cit., pp. 62-63.

(⁶⁵) Ad esempio, basti qui ricordare le ipotesi inderogabili di recesso previste dall'art. 2347 co. 1 c.c. nonché la possibilità – riservata alle sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio – di prevedere in via statutaria ulteriori cause di recesso (art. 2437 co. 4 c.c.). Queste differenze in punto di recesso non sono di poco conto. Al contrario, lo studio della disciplina dell'*exit* volontario del socio è di grande aiuto per capire quali interessi assurgano al rango di rilevanti e, per ciò stesso, meritevoli di tutela di "*default*" da parte del legislatore. In particolare, proprio perché il contratto associativo avvince la persona del socio con vincolo stabile all'ente (in altra prospettiva funzionalmente equivalente ma qui non adottata: a tutti gli altri soci), è dato capire quanto forte e stringente sia questo vincolo in ragione del sotto-tipo adottato: tanto più la società è chiusa al mercato – con la conseguenza che diminuirà la liquidabilità delle sue partecipazioni – tanto più analiticamente e restrittivamente saranno disciplinate le ipotesi di recesso. Conferente con questa circostanza è la possibilità che l'autonomia statutaria preveda ulteriori cause di recesso proprio perché, in un ideale spettro di istituzionalizzazione del contratto, si è molto più vicini alla contrattualità (allorquando si discorra di s.p.a. chiusa), la quale si recupera non già mediante l'unanimità dei consensi dei soci, bensì attraverso il principio maggioritario che, comunque, governa l'ente. Sempre, però, una maggioranza qualificata ex artt. 2365 e 2368 c.c., se si modifica lo statuto già esistente; l'unanimità dei consensi dei contraenti in sede di costituzione.

In materia di recesso sono state scritte molte pagine. Oltre ai richiami già effettuati, si veda anche M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, *passim*; sulle spinose ipotesi previste dal citato comma 1 dell'art. 2437 c.c. e, in particolare, su quelle di cui alla lettera g) del medesimo articolo, da ultimo v. Cass., 27 marzo 2017, n. 13875 in

Difatti, come si è già detto, è avvertita da più parti l'esigenza di lasciare ampi margini all'autonomia statutaria proprio per assicurare che la struttura finanziaria della società possa rispondere al concreto interesse imprenditoriale dei soci e, specialmente, del socio di controllo, così da consentirgli di porre in essere la propria visione sintetica dell'attività⁽⁶⁶⁾. Tanto, comunque, deve avvenire nel rispetto di limiti esterni e, primo tra tutti, il limite costituito dalla cornice entro la quale le società tutte (e le società per azioni e per azioni quotate) si muovono: il mercato.

La tutela del mercato – la tutela, cioè, della stabilità dell'istituzione che si esplica attraverso il mezzo della tutela della trasparenza (ed efficienza) informativa⁽⁶⁷⁾ – coinvolge necessariamente tanto le società per azioni chiuse quanto le emittenti azioni quotate⁽⁶⁸⁾: tuttavia, questo coinvolgimento, non è univoco. Infatti, allorquando una società opera nel mercato, essa è sicuramente conformata dalle più diverse spinte costituite dagli interessi degli altri attori sul palco del mercato. Ma allo stesso tempo, essa influenza il mercato stesso, secondo le possibilità che le sono

www.giurisprudenzadelleimprese.it, commentata da M. VENTORUZZO, *Ancora su modifiche dei diritti di voto e partecipazione dei soci e diritto di recesso*, in *Giur. Comm.*, 2017, pp. 177-ss. ed il parere *pro veritate* di M. STELLA RICHTER JR., *Parere sul "punto g" dell'art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2017, pp.383-395, nonché il commento già riservato al provvedimento emesso dalla Corte di Appello di Brescia (oggetto del giudizio della Cassazione) a cura di M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 2015, pp. 1055-ss.

⁽⁶⁶⁾ Si pensi, soprattutto dopo la riforma organica del diritto delle società, ai maggiori spazi lasciati all'autonomia statutaria nonché alla circostanza che talune modifiche alla disciplina di legge sono possibili soltanto in sede di costituzione della società ovvero prima della quotazione dei titoli: ciò conferma che, al cambiare del sotto-tipo, cambiano anche gli interessi coinvolti e, dunque, anche l'interesse sociale che con questi è in un continuo rapporto di tensione evolutiva.

⁽⁶⁷⁾ Sarebbe impossibile, in questa sede, ricostruire tutto il reticolo di norme proprie tanto del diritto societario quanto del diritto dei mercati finanziari ed antitrust che presiedono alla tutela del mercato. Si rinvia, perciò, ad alcune trattazioni istituzionali per saggiare la bontà di questa affermazione. Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 7 ed., Torino, 2010, *passim*.

⁽⁶⁸⁾ Nonché tutta una serie di altri soggetti che con la società hanno un rapporto contrattuale ovvero – anche solo potenzialmente – extracontrattuale, nonché tutte le altre forme di esercizio dell'attività d'impresa. Cfr. AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law*, cit., *passim*.

riconosciute dall'ordinamento e, cioè, nei limiti invalicabili costituiti dal rispetto degli interessi altrui.

Pertanto, l'interesse sociale delle società per azioni è già in prima battuta definito dai soci al momento della scelta del tipo reale con cui esercitare l'attività (⁶⁹). Definizione che, ulteriormente, continua all'interno del mercato in cui l'attività è esercitata.

4. (segue) Per poi continuare allargando l'indagine ai valori ed ai principi che sorreggono la costruzione ed il funzionamento dei mercati.

Orbene, esclusa la predicabilità dell'esistenza di un autonomo tipo "società per azioni quotata" ma affermata, al contempo, la preminenza di un diverso interesse sociale per quelle società che facciano ricorso al mercato del capitale di rischio in ragione di una naturale "evoluzione" loro connaturata, è necessario intendere correttamente quale sia il ruolo della istituzione mercatale nel tracciare taluni lati della figura poligonale dell'interesse sociale. Al fine di percorrere fruttuosamente questa via d'indagine, è opportuno per un momento soltanto ricordare che, ai fini di questo lavoro, il mercato verrà descritto col termine "istituzione", cioè ricorrendo ad uno schema concettuale che, sinteticamente, si riferisce all'insieme di norme che disciplinano una data fattispecie complessa.

È opportuno perché ricorrere alla figura dell'istituzione consente di iniziare il percorso argomentativo sottolineando che, così come ogni assetto di diritti e doveri trova il suo fondamento, entro un dato ordinamento, in una fonte di rango primario assoluto, così anche le "istituzioni" sono disciplinate in maniera coerente con i principi espressi da questa fonte. In particolare, il mercato è sicuramente informato

(⁶⁹) Sostanzialmente in questi termini si esprimeva anche G. FERRI, *Potere e responsabilità ...*, cit., a p. 39 allorquando affermava che «[l]a realtà è che la sottoscrizione dell'azione non risponde nelle une [le grandi società azionarie] e nelle altre [le società per azioni "chiuse"] ad un identico intento pratico». Segue poi un'elencazione delle caratteristiche dell'investimento che sono intimamente collegati – perché li precedono – agli elementi qualificatori del tipo reale.

dai principi costituzionali, e nazionali e sovranazionali ⁽⁷⁰⁾: è da questi che bisogna partire per ricercare gli elementi “esterni” alla disciplina societaria utili alla definizione dell’interesse sociale della società per azioni la quale, come ricordato, inevitabilmente trova nel mercato il suo luogo naturale di compimento. Tuttavia, seguendo questo indirizzo di ricerca è possibile rinvenire frammenti normativi utili a difendere sia posizioni “contrattualiste” che “istituzionaliste” ⁽⁷¹⁾. Però, leggendo

⁽⁷⁰⁾ Basti pensare al ruolo giocato dai richiami “costituzionali” nel Trattato sull’Unione Europea ai principi dell’economia di mercato di matrice liberale, per tacere dei diritti fondamentali dell’uomo che fungono anche da limite all’agire imprenditoriale: art. 3 co. 3 TUE, «[l]’Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell’Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un’economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell’ambiente». Per una lucida sintesi di cosa sia l’economia sociale di mercato, per una sua difesa e l’affermazione di una – tendenzialmente – possibile confluenza tra questa e la responsabilità sociale dell’impresa, v. M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell’impresa*, in *La responsabilità sociale dell’impresa. In ricordo di Giuseppe Auletta* a cura di V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo, Torino, 2013, pp. 36-45. Tradizionalmente, l’origine dell’espressione utilizzata nel TUE (nota anche come ESM) si fa risalire al pensiero ordoliberal tedesco, dove compare con il sintagma di *Sozialen Marktwirtschaft* per la prima volta nello scritto di ALFRED MÜLLER-ARMACK, *Wirtschaftslenkung und Marktwirtschaft* (ora in ID., *Wirtschaftsordnung und Wirtschaftspolitik. Studien und Konzepte zur Sozialen Marktwirtschaft und zur Europäischen Integration*, Friburgo, 1966). Sulla nascita e sugli sviluppi del pensiero dell’economia sociale di mercato si vedano, tra i contributi in lingua italiana, le indagini di F. FELICE, *L’economia sociale di mercato*, Soveria Mannelli, 2008 e F. FORTE – F. FELICE (a cura di), *Il liberalismo delle regole. Genesi ed eredità dell’economia sociale di mercato*, Soveria Mannelli, 2010. Con riferimento alla dimensione e al significato della formula nella recente vicenda europea si vedano, in particolare, i contributi di C. JOERGES – F. RÖDL, “*Social Market Economy*” as Europe’s Social Model?, in *EUI WP*, 8/2004, reperibile a <http://cadmus.eui.eu>; M. LIBERTINI, A “*Highly Competitive Social Market Economy*” as a Founding Element of the European Economic Constitution, in *Concor. merc.*, 2011, pp. 491-ss. A questi si aggiungano le riflessioni sull’ESM raccolte in A. MUSTO, *Economia sociale di mercato e Trattato di Lisbona: sintesi critica di un seminario fiorentino*, in *Pers. Merc.*, 2011, 2, pp. 147-ss. (www.personaemercato.it).

⁽⁷¹⁾ Ad esempio, si pensi al disposto dell’art. 41 Cost. che garantisce la libertà di iniziativa economica, pur ponendo immediatamente dei limiti alla stessa. N. IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998, p. 19 sottolinea come questa disposizione – ed in particolare la norma contenuta nel comma 3 – sia ad un tempo «dualistica e totalitaria [...], dualistica, poiché contempla, con pari dignità e senza delimitazione di ambiti, imprese private e imprese pubbliche. Totalitaria, poiché

congiuntamente le disposizioni volte a definire i principi sottesi all'economia di mercato che il legislatore europeo vuole realizzare, sembra che questi cozzino apertamente con prospettive tutte incentrate sull'interesse sociale inteso quale sola massimizzazione del valore della partecipazione del socio sotto il profilo reddituale e patrimoniale ⁽⁷²⁾.

Oltre che rispondente a buon senso – prima ancora che a solidi principi economici e giuridici – la prospettiva qui proposta tiene in debita considerazione almeno due elementi caratterizzanti i mercati azionari odierni: (i) la sempre più accentuata separazione tra proprietà e controllo; (ii) la moltiplicazione delle tipologie di titoli di partecipazione al capitale delle società ⁽⁷³⁾. Infatti, è indubitabile che l'accesso al mercato dell'ente (e non soltanto dei titoli di partecipazione al suo capitale, del tutto eventuale), mentre ha implicazioni di natura finanziaria ⁽⁷⁴⁾ ha pur tuttavia rilievo di non poco momento esegetico quanto alla qualificazione dei rapporti endosocietari,

affida alla legge, e dunque allo Stato, come fonte produttiva di norme, il disegno globale dell'economia: il dovere di indirizzarla e coordinarla a fini sociali. Nel confluire di tradizione liberale e solidarismo cattolico e dirigismo socialista, l'art. 41, oscillando tra l'uno e l'altro impulso, riesce ad avere una visione imperativa e totalitaria dell'economia: come di un tutto organico, che sia indirizzabile verso fini sociali». Invero, anche la norma di cui al comma 2 pone dei limiti stringenti agli atti di autonomia privata. Autonomia che, in quanto tale, non è libertà bensì un limite che la legge pone a se stessa: il confine della legge è al contempo confine della libertà dei singoli, confine normativo che riempie di contenuto la formula – altrimenti vuota – dell'autonomia privata. Per G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 35-ss. «di libertà di iniziativa può parlarsi soltanto nel senso che l'esercizio dell'impresa dipende dalla volontà di colui che, con l'iniziativa, intende assumere la corrispondente responsabilità» (p. 36).

⁽⁷²⁾ A meno di non intendere questa circostanza come gravida di conseguenze quanto alla concreta articolazione dell'interesse sociale mediante il voto in assemblea, prima; e le scelte gestorie, poi. Se ne darà conto in prosieguo.

⁽⁷³⁾ Sebbene, dato il tema oggetto di questa ricerca, dovrebbe più correttamente parlarsi di tipologie di strumenti finanziari che legittimano ad intervenire in assemblea. Ad ogni modo, le due questioni sono già state affrontate sommariamente *supra* ai paragrafi 6-7 del capitolo primo e 1-2 del capitolo secondo.

⁽⁷⁴⁾ Si vedano le considerazioni svolte *supra* sulla (non) rilevanza della quotazione in borsa per individuare un diverso tipo societario bensì solo un modo di atteggiarsi (sottotipo) della medesima società per azioni.

di natura privatistica, che potremmo definire di governo societario ⁽⁷⁵⁾: in altre parole, il dialogo tra ente e mercato influisce notevolmente sulla definizione dell'interesse del primo.

Anzitutto, come si è appena cercato di dimostrare nel paragrafo precedente, l'apertura della società al mercato – che non dipende necessariamente dalla dimensione della stessa – incide sia sulla nozione che sulla disciplina della società azionaria stessa ⁽⁷⁶⁾. Del resto, non potrebbe essere diversamente, dal momento che gli interessi sottesi all'istituzione mercatale sono più ampi di quelli dei soli soci. Tuttavia, il fatto che la società operi nel mercato la rende parte di un organismo più complesso e articolato e, anche qualora i titoli azionari non siano quotati, in concreto essa è affetta dagli interessi che nel mercato nascono e si sviluppano e lì trovano la propria realizzazione.

⁽⁷⁵⁾ Così si esprime anche M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale: considerazioni introduttive*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, pp. 56-ss., spec. 56-60.

⁽⁷⁶⁾ M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, cit., pp. 155-156 per la quale, condivisibilmente, «la società aperta [...] trova nei mercati, *in primis*, quelli regolamentati, non meramente canali di finanziamento dell'attività-impresa ma anche il luogo di realizzazione del proprio interesse sociale». Di più, come si cercherà di dimostrare in questo paragrafo, l'interesse sociale delle società "aperte" è condizionato dalla circostanza che queste reperiscano sostanze a finanziamento dell'attività svolta proprio nel mercato di riferimento. Quante alle società per azioni chiuse, invece, si rinvia alle considerazioni di M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit, p. 411 il quale sottolinea come la visione per cui «sembra che si debba aver riguardo alla s.p.a. chiusa come modello organizzativo in grado di dare al meglio attuazione alla finalità di raccogliere e destinare di capitali di rischio e di debito all'esercizio di attività d'impresa, sulla base di efficienti regole di *governance*, al fine di realizzare lo scopo lucrativo del o dei soggetti che conferiscono le risorse economiche e che partecipano ai risultati dell'attività dell'impresa sociale», nel rispetto dei limiti connaturati al tipo e posti a tutela di interessi terzi, sia stata scardinata dalla riforma del 2003, a favore di un modello più duttile e flessibile. Questa affermazione è certamente vera e la contrattualizzazione del diritto societario ne è una dimostrazione. Tuttavia, mentre i riflessi sull'organizzazione *interna* – e, dunque, sulla ripartizione asimmetrica di diritti e doveri entro l'ordinamento corporativo – sono evidenti, i limiti *esterni* all'autonomia privata sicuramente permangono e manifestano tutta la loro forza cogente. Come si avrà modo di dire *infra*, inoltre, contrattualizzazione non comporta che al modello delle società per azioni chiuse non siano applicabili rimedi volti a correggere squilibri discendenti dall'esecuzione del contratto associativo.

È cosa nota che la società è stata con successo ricostruita – su di un piano teorico – quale istituzione alternativa al mercato ⁽⁷⁷⁾, nel senso, cioè, che mediante la relazione associativa si possa addivenire a risultati economici molto più efficienti rispetto ad i rapporti di scambio che si avrebbero sul mercato, consentendo di ridurre le asimmetrie informative tra le parti contraenti nonché i problemi legati ai conflitti di interesse connaturati al coordinamento dei fattori produttivi mediante rapporti sinallagmatici ⁽⁷⁸⁾. Giova però ricordare che anche le organizzazioni strutturate gerarchicamente non sono impermeabili ai costi dovuti a diseconomie di scala, elefantiasi organizzativa e conflitti di interesse ai diversi livelli dell'interazione

⁽⁷⁷⁾ R.H. COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica*, 1937, pp. 386-ss.

⁽⁷⁸⁾ Cfr. D. PREITE, *La destinazione dei risultati...*, cit., pp. 45-46 e, spec., nt. 29 ove un'ampia descrizione degli studi di Oliver Williamson in materia di *transaction cost economics*, con riferimento, in particolare a O. WILLIAMSON, *Transaction Cost Economics: the Governance of Contractual Relations*, in *J. of Law and Economics*, 1979, p. 237 e O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, 1985, disponibile anche nella traduzione italiana *Le istituzioni economiche del capitalismo: imprese, mercati, rapporti contrattuali*, Milano, 1987.

Williamson ritiene che, se il *contract-as-market approach* non sia in grado di spiegare le relazioni contrattuali tra le parti contraenti perché sarebbe necessario analizzare ogni singolo rapporto contrattuale per comprendere gli incentivi che entrambe le parti hanno, sia meglio adottare un *contract-as-planning approach*, uno, cioè, che – specialmente nei contratti a lungo termine – veda le parti contraenti impegnate in un gioco cooperativo che permetta loro di superare eventuali disfunzioni del sinallagma. Eppure, lo stesso Autore riconosce che la razionalità limitata delle parti contraenti impedisce che questo meccanismo contrattuale possa funzionare. Rimanendo fondamentale la cooperazione, un *contract-as-promise approach* permette di superare i limiti strutturali del modello pianificatorio. Tuttavia, lo spirito cooperativo non è connaturale alla tendenza opportunistica degli agenti economici: «Williamson therefore concludes that the 'market', 'planning' and 'promise' conceptions of contract fail to provide an adequate institutional framework, given the problems of relationship-specific investment, bounded rationality, and opportunism (respectively)», secondo J. MORGAN, *Contract Law Minimalism*, Cambridge, 2013, p. 62. Si giunge, dunque, ad affermare la necessità di una struttura di *governance* che permetta l'integrazione produttiva ed organizzativa tra le parti. Ma l'integrazione, in qualsiasi forma si realizzi, può comunque essere inefficiente e, pertanto, per le parti sarà economicamente conveniente cooperare integrandosi solo fino al punto in cui il beneficio marginale che esse traggono dall'integrazione sia uguale al costo marginale della stessa.

societaria ⁽⁷⁹⁾, ciò che – tra gli altri elementi – ha da sempre motivato la riflessione intorno al tema oggetto della nostra ricerca.

Mi sembra, sulla base di questi presupposti, non sia peregrino sostenere che la relazionalità che caratterizza i rapporti endosocietari sia assimilabile a quella che necessariamente caratterizza i rapporti intramercatali: si tratta cioè di dover mediare tra interessi individuali all'interno dell'ente, nel primo caso ⁽⁸⁰⁾; tra interessi individuali (laddove "individuo" è anche e soprattutto la persona giuridica), nel secondo caso. Ora, se i rapporti di cui discorriamo devono necessariamente svolgersi entro una cornice di legalità, è altresì vero che i principi di legalità costituzionale ispirano necessariamente ogni relazione giuridica. Pertanto, sia i rapporti interni all'ente che quelli tra enti all'interno del mercato dovranno necessariamente colorarsi di "costituzionalità". Ciò che, dopotutto, in altro non si traduce se non nella circostanza che lo svolgersi dell'attività economica deve avvenire nel rispetto di interessi di terze parti che trovano una tutela giuridica tanto forte quanto quella degli interessi dei singoli soci: tutto ciò dà vita ad una continua dialettica che si sviluppa e muove lungo il difficile crinale del contemperamento tra interessi, sia interni che esterni.

Questa affermazione – che può apparire una vuota petizione di principio – dice tanto all'interprete benché non dica tutto: ricorrere ai principi costituzionali che reggono il mercato per riempire di contenuto una clausola generale come è l'interesse sociale può risolversi in un esercizio vano se non è d'aiuto per meglio definire l'oggetto dell'indagine. Tuttavia, ritengo che in questa sede sia necessario sottolineare l'utilità del ricorso ai principi costituzionali per meglio intendere le relazioni tra società di capitali e gli interessi – normativamente selezionati – che le interessano. Effettuata questa prima selezione ne discenderà l'individuazione degli organi preposti alla loro efficace tutela. Così, dai principi costituzionali summenzionati discende la possibilità

⁽⁷⁹⁾ Cfr. D. PREITE, *La destinazione dei risultati ...*, cit., p. 47.

⁽⁸⁰⁾ Come sostenuto da T. ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune ...*, cit., p. 1146, quando si discorre di interesse o interessi sociali, si tratta di «un interesse che, pur proprio di ciascuno, è a tutti comune». La tesi dell'unitarietà dell'interesse sociale – pur nella prospettiva della sua natura "contrattualistica" – ha diversi punti di contatto con teorie che "istituzionalizzano" l'interesse della società, pur partendo da dati propri del rapporto associativo.

di collegare ad un più alto livello di gerarchia normativa la corretta attribuzione dei poteri all'interno dell'ordinamento corporativo. Con una certa circolarità, poi, dalla attribuzione a specifici organi della società della tutela di interessi costituzionalmente garantiti – e cioè gli interessi che consistono nella tutela della partecipazione economica alla società nella forma della creazione di valore nell'esercizio dell'attività d'impresa, quanto ai soci; e nella tutela dell'integrità del patrimonio sociale, quanto ai creditori – si può giungere ad individuare gli organi che sono deputati a definire l'interesse sociale.

5. L'assemblea non può essere un *locus* democratico a meno di non intendere l'espressione secondo una più moderna teoria della democrazia.

Ora, in linea con quanto appena sostenuto, conviene guardare all'organo apparentemente in carica di selezionare – esclusivamente – l'interesse sociale: l'assemblea. Invero, se la società ha una indelebile matrice genetica nell'esercizio dell'autonomia privata, i suoi interessi saranno selezionati dalle parti del contratto, mediante il ricorso al metodo maggioritario ⁽⁸¹⁾.

Tuttavia, in dottrina si è sostenuto che non abbia senso discorrere di un interesse sociale unitario: né nel senso di individuarne uno comune a tutti i soci ⁽⁸²⁾; né uno cui lo stesso legislatore ricorre allorquando utilizza la clausola generale dell'interesse sociale. In altri termini, un interesse sociale che sia valido sia con riferimento alle vicende deliberative proprie dell'assemblea; sia con riferimento alle decisioni dell'organo gestorio. Ciò, in estrema sintesi, perché solo l'azione degli amministratori è riferibile ad una sfera giuridica altrui, quella della società; mentre, al contrario, i soci agirebbero nel proprio interesse, componendo essi stessi la persona giuridica.

Questa posizione pare criticabile almeno secondo due prospettive, altre rispetto all'apparente cortocircuito ravvisabile nella parte in cui si sostiene che i soci agiscono

⁽⁸¹⁾ Si è già dato conto delle posizioni contrattualiste che possono, per sommi capi, identificarsi con l'affermazione appena enunciata.

⁽⁸²⁾ Salvo quanto si è detto *supra* al par. 2.

nel proprio interesse perché vi è identità tra tale interesse partigiano e quello della società, salvo poi riferire che è «ben poco significativo discorrere di una partecipazione a una persona giuridica» giacché «rispetto ad altri non si partecipa, ma ci si distingue e in certo modo ci si contrappone»⁽⁸³⁾. Anzitutto – ed in coerenza con quanto appena riportato – è possibile ritenere che i soci, così come gli amministratori, non sono direttamente parti della società, bensì – in via mediata – parti di un organo della società: essi, cioè, allorquando il vincolo contrattuale si perfeziona e gli adempimenti pubblicitari sono ottemperati, cessano di partecipare *direttamente* alla società e possono contribuire alle modificazioni del contratto iniziale per tramite della partecipazione in assemblea e del relativo esercizio del diritto di voto: l'ordinamento riconosce la rilevanza dei soci e la valorizza dettando precise regole di composizione dei loro interessi⁽⁸⁴⁾ mediante il ricorso al principio maggioritario⁽⁸⁵⁾.

In secondo luogo, non sembra che questa affermazione significhi sopravvalutare la persona giuridica. Al contrario, ritenere che la società possa avere un interesse che, benché diverso da quello dei singoli soci, è anzitutto composto da quello dei soci per tramite del principio maggioritario, significa ridimensionare la portata delle teorie fittizie della personalità giuridica: significa, sostanzialmente, ammettere che benché un interesse diverso e separato esista, esso non possa prescindere dalla valutazione

⁽⁸³⁾ C. ANGELICI, *Note minime sull'interesse sociale*, cit., p. 257. Lo stesso autore in effetti altrove sottolinea come gli amministratori «operano per il perseguimento d'interessi altrui; e ai quali, perciò, non può ritenersi affidato il compito di decidere quale debba essere l'«interesse sociale», ma semmai di ricercarlo» così in ID., *Riflessioni su interesse sociale, business judgement rule e teoria dell'agenzia*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, p. 576.

⁽⁸⁴⁾ Ed infatti lo stesso autore rileva come sia necessario individuare le regole attraverso le quali debbano comporsi gli interessi degli stessi soci.

⁽⁸⁵⁾ Una conferma di ciò si può ravvisare nella disciplina della responsabilità limitata: i creditori sociali potranno soddisfarsi sul patrimonio della società con preferenza rispetto ai creditori dei soci (ciò che, nel mondo anglosassone, è definito *affirmative asset partitioning* a far data dallo scritto di H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 *Yale L.J.*, 2000, pp. 393-ss.) in ragione della autonomia patrimoniale riconosciuta alla persona giuridica. Però, prima dell'iscrizione dell'atto costitutivo nel registro delle imprese, i soci – ed in particolare il socio unico – sono illimitatamente responsabili per le obbligazioni contratte dalla società.

degli interessi dei soci che prendono parte al vincolo associativo, così che questi non si distinguono e contrappongono alla società, bensì ne sono parte integrante ⁽⁸⁶⁾.

Per approfondire questa osservazione è necessario porre mente al ruolo svolto dall'organo gestorio all'interno di una società, secondo una prospettiva economica prima ancora che giuridica.

È cosa nota che l'organo gestorio sia funzionale a ridurre alcuni costi di transazione (soprattutto legati al coordinamento tra azionisti) mentre, tuttavia, contribuisce a crearne di nuovi ⁽⁸⁷⁾.

Poiché l'ordinamento – come efficacemente osservato ⁽⁸⁸⁾ – fornisce agli operatori delle regole di *default* quale soluzione più efficiente rispetto alla contrattazione di ogni singola regola del gioco cooperativo “società di capitali” tra le parti di questo accordo ⁽⁸⁹⁾, si potrebbe essere indotti a ritenere che la presenza di un organo gestorio diverso e separato da quello assembleare sia soltanto una conseguenza del vincolo inderogabile all'ordinamento corporativo imposto dal legislatore ⁽⁹⁰⁾. Tuttavia, un recente studio ha dimostrato che, in assenza di vincoli circa la scelta dell'allocazione

⁽⁸⁶⁾ Cfr. R.P. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End*, in 38 *Seattle U. L. R.*, 2015, pp. 255-ss.

⁽⁸⁷⁾ Per lo più legati a problemi di coordinamento tra amministratori, se essi sono una pluralità; ma anche quando gli interessi dei gestori non sono allineati a quelli dei soci, o quando gli amministratori sono scarsamente informati sull'attività della società ovvero sulla specifica decisione da assumere; ancora, quando questi hanno scarsi incentivi ad interessarsi in prima persona della gestione della società, così limitandosi ad approvare le scelte dei *manager* con ruoli più esecutivi.

⁽⁸⁸⁾ D. PREITE, *La distribuzione dei risultati ...*, cit., p. 37.

⁽⁸⁹⁾ Questo modo di intendere le regole di *default* è stato avanzato nella dottrina statunitense da C.J. GOETZ – R.E. SCOTT, *The Mitigation Principle: Toward a General Theory of Contractual Obligations*, in 69 *Va. L. Rev.*, 1983, pp. 967-ss e, in particolare, a p. 971. Più in generale, le regole di *default* sono quelle norme che ammettono, comunque, che le parti contraenti possano deviare dal precetto ivi espresso: v. A. SCHWARTZ, *The Default Rule Paradigm and the Limits of Contract Law*, in 3 *S. CAL. INTERDISC. L.J.*, 1993, pp. 389-390. Nell'ordinamento societario italiano si tratta, dunque, di capire quali limiti incontri l'autonomia statutaria nella modificazione delle regole del gioco cooperativo “società per azioni”.

⁽⁹⁰⁾ Vincolo inderogabile perché costituente il tipo società per azioni quanto alla sua organizzazione corporativa. Sul punto, cfr. M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., pp. 55-74. V. anche F. BONELLI, *Gli amministratori della s.p.a. ...*, cit., pp. 22-24.

del potere autoritativo all'interno della società, gli azionisti preferiscono in ogni caso nominare un organo gestorio, separato dal *management* della società, in capo al quale assegnare le funzioni chiave della gestione della cosa sociale ⁽⁹¹⁾.

Se l'evidenza empirica è d'aiuto nel capire che la scelta dell'organo gestorio si rende comunque necessaria per ottenere un'allocazione efficiente del potere e dell'autorità all'interno dell'ordinamento della società per azioni, resta tuttavia ancora da sciogliere un nodo legato al problema che qui ci occupa e, precisamente, come possa determinarsi l'interesse sociale grazie all'organo amministrativo. Ritengo che, così come emerge anche da alcuni documenti di importanza rilevante nella disciplina delle società per azioni (e delle società con azioni quotate) ⁽⁹²⁾, possa felicemente farsi riferimento al rapporto tra organo assembleare ed organo gestorio secondo un approccio politico ⁽⁹³⁾.

⁽⁹¹⁾ Mi riferisco allo studio empirico di M. BURKART – S. MIGLIETTA – C. OSTERGAARD, *Why Do Boards Exist? Governance Design in the Absence of Corporate Law*, in *ECGI Finance Working Paper*, 504, 2017, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=2902617>. Gli autori, muovendo dall'analisi di 85 società di capitali norvegesi all'inizio del XX secolo (periodo in cui l'ordinamento norvegese non s'era ancora dotato di stringenti regole di diritto societario ma comunque riconosceva la personalità giuridica delle società di capitali) hanno dimostrato che, in quel contesto, le scelte prese da azionisti consapevoli e quelle assunte dall'organo gestorio sono fungibili quando ad efficienza. In più, poiché l'organo gestorio ha una funzione di supervisione, controllo e mediazione sugli e tra gli azionisti, la diversa allocazione di poteri è necessaria. Inoltre, l'organo gestorio tutela gli azionisti di minoranza e riduce la discrezionalità manageriale ai livelli intermedi della gerarchia aziendale.

⁽⁹²⁾ La portata normativa dei codici di *corporate governance* è variamente discussa, specialmente in ragione del principio loro sotteso – il c.d. *comply or explain*, tra l'altro normativamente previsto dall'art. 123-bis del TUF – per il quale le regole ivi contenute devono essere applicate salvo giustificarne opportunamente la disapplicazione. Tuttavia, poiché riflettono le *best practice* cui le società quotate devono (*rectius*: possono) conformarsi, essi costituiscono un indice utile a trarre considerazioni di portata generale per tutte le società con una data struttura dimensionale ed organizzativa. In particolare, il Codice di Autodisciplina Italiano, nel commento ai principi 1.P.1 e 1.P.2, stabilisce che «[c]iascun amministratore assume le proprie scelte con libero apprezzamento, nell'interesse dell'emittente e della generalità degli azionisti».

⁽⁹³⁾ In ambito societario, nel tentativo di inquadrare i rapporti tra soci e il sistema di deliberazione assembleare secondo una teorizzazione diversa, si è proposto di ricorrere al celebre teorema della giuria, formulato da Nicolas de Condorcet (sul quale v. P.H. EDELMAN, *On Legal Interpretations of the Condorcet Jury Theorem*, in *31 J. Legal Stud.*, 2002, pp. 327-ss). Il teorema «misura

La metafora della rappresentanza politica deve usarsi, tuttavia, solo quale formula descrittiva di un rapporto che, se non può inquadrarsi nell'ambito di schemi privatistici ⁽⁹⁴⁾, tuttavia comporta una forma di cooperazione e rappresentanza di interessi.

6. (segue) Il rapporto tra organo assembleare e organo gestorio alla luce di una teoria della democrazia.

In effetti, è sufficiente guardare ai meccanismi di elezione dell'organo gestorio per comprendere come talune scelte di *governance* proprie dell'assemblea dei soci richiamino meccanismi elettivi propri delle democrazie contemporanee. Non deve sembrare un riferimento inutile. Anzitutto, in ambiente statunitense, non è ignoto il ricorso alla metafora della *corporate democracy* per riferirsi al sistema di rappresentanza degli interessi dei soci in seno all'organo amministrativo: l'idea per la quale la società per azioni sia una forma di istituzione simile ad uno stato democratico

la probabilità che una collettività di soggetti, chiamata a esprimere a maggioranza il voto tra due alternative, accordi la preferenza a quella più vantaggiosa per la collettività. Secondo il teorema, tale probabilità si accresce quanto più è elevato il numero dei votanti, purché ricorra, tra le altre, la seguente condizione: la probabilità che ciascun votante opti per la preferenza "corretta" dev'essere superiore alla probabilità che il medesimo scelga l'alternativa "non corretta". Se tale condizione è verificata, il voto opera come strumento di endogena correzione collettiva degli errori individuali: è più facile che a individuare l'alternativa migliore sia la maggioranza dei votanti, anziché ciascuno di essi individualmente. Si è allora osservato che anche in ambito societario il voto assembleare funziona come meccanismo di aggregazione delle informazioni "generate" da ciascun socio; e che, grazie all'operare della regola di maggioranza, si accresce la probabilità che i soci, ove effettivamente informati, adottino decisioni che consentono una maggiore valorizzazione dell'investimento azionario». Così G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, cit., p. 90.

⁽⁹⁴⁾ Come ad esempio lo schema del mandato, definitivamente abbandonato con la riforma del 2003 in favore di uno schema che qualifichi la relazione tra società e amministratori quale rapporto organico di rappresentanza. Lo schema del mandato ha radici lontane, collocandosi la sua origine nel codice di commercio che all'art. 121 definiva gli amministratori "mandatari della società". Non è stato abbandonato neppure in epoca recente, prima della riforma. In proposito, cfr. Cass. 28 aprile 1997, n. 3652, in *Soc.*, 1997, pp. 1389-ss.

non è affatto peregrina e, anzi, è già stata proposta quale formula descrittiva del fenomeno societario sia dalla giurisprudenza che dalla dottrina statunitensi ⁽⁹⁵⁾. Anche in Italia, invero, l'espressione è stata felicemente usata, seppur in ambiente giornalistico ⁽⁹⁶⁾.

Tuttavia, guardando alle norme primarie e a quelle dell'autodisciplina, la funzione di intermediazione tra organo amministrativo e azionisti, propria dei gestori della società, è particolarmente evidente ⁽⁹⁷⁾. Ancora più evidente è la funzione

⁽⁹⁵⁾ Per la letteratura statunitense, i riferimenti più noti e recenti sono a *TW Servs. v. SWT Acquisition Corp.*, Nos. CIV.A.10427, 10298, 1989 WL 20290, at *8 n.14 (Del. Ch. Mar. 2, 1989) per cui «[w]hile corporate democracy is a pertinent concept, a corporation is not a New England town meeting; directors, not shareholders, have responsibilities to manage the business and affairs of the corporation, subject however to a fiduciary obligation». In dottrina, invece, v. M. LIPTON – P.K. ROWE, *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*, in 27 *Del. J. Corp. L.*, 2002, pp. 1-ss. per i quali la scelta di una forma totalmente rappresentativa di democrazia è «part of the deep design of the Delaware corporate form».

⁽⁹⁶⁾ Quanto al mondo italiano, la mente corre alle cronache finanziarie e, da ultimo, al caso Mediaset-Vivendi: nel corso di un'assemblea straordinaria tenuta il 15 dicembre 2017, su proposta dell'azionista di maggioranza Fininvest (41% dei diritti di voto), l'assemblea di Mediaset ha approvato modifiche statutarie (in particolare, per quel che qui concerne, all'art. 17 dello statuto) volte a ridurre il numero di consiglieri; permettere al consiglio d'amministrazione di presentare una propria lista; regolare l'elezione attraverso un sistema di liste bloccate in luogo di un sistema a quozienti definito troppo "democratico" (cfr. S. FILIPPETTI – A. OLIVIERI, *Mediaset «blinda» il board. A gennaio la pace con Vivendi*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 dicembre 2017, p. 23).

Questo è vero con riferimento alla Repubblica Italiana. Già nel Regno d'Italia, però, la metafora era stata felicemente usata da Finali nella memoria per la legislazione delle società commerciali del 25 ottobre 1874, a proposito dell'art. 161 c. comm. (1882) in cui si diceva: «nella stessa guisa che i Ministri di un Governo Costituzionale, quando rivestono la doppia qualità di depositarii del potere esecutivo e di rappresentanti della Nazione non hanno obbligo di astenersi dal dar voto in nessuna quistione, così agli azionisti non deva essere inibito l'esercizio di un loro diritto?».

⁽⁹⁷⁾ «Il consiglio di amministrazione si adopera per instaurare un dialogo continuativo con gli azionisti fondato sulla comprensione dei reciproci ruoli»: Principio 9.P.2 Codice di Autodisciplina Italiano. Nel Regno Unito, il Codice di Corporate Governance (UKCGCode 2016) prevede, alla *Section E*, che: «the board as a whole has responsibility for ensuring that a satisfactory dialogue with shareholders takes place»; «the chairman should ensure that all directors are made aware of their major shareholders' issues and concerns». Ancora, «the board should keep in touch with

“rappresentativa” degli amministratori, solo che si guardi ad alcune innovazioni legislative in materia di società con azioni quotate. In particolare, l'introduzione degli istituti degli amministratori indipendenti e del voto di lista sembra costituire un presidio per l'interesse degli azionisti di minoranza ⁽⁹⁸⁾, il quale – coerentemente con la visione neo-istituzionalista dell'interesse sociale che qui si propone – necessariamente deve essere tutelato e rappresentato in seno all'organo deputato a dettare la linea imprenditoriale della società ⁽⁹⁹⁾.

Seguendo questa linea interpretativa diviene ragionevole affermare che il rapporto tra soci e gestori è assimilabile a quello di una democrazia rappresentativa in cui, assente qualsivoglia vincolo di mandato, le diverse *constituencies*, con interessi diversi, eleggono i propri *representatives* che, dunque, dovranno rappresentare gli interessi di tutte le *constituencies* e non soltanto di quella che li ha eletti.

Ed infatti, in ambiente statunitense, ha destato non poco scalpore l'idea di incrementare alcuni poteri degli azionisti ⁽¹⁰⁰⁾: questa, infatti, sembrerebbe avere quale suo contenuto l'intenzione di sostituire una forma tradizionale di repubblica societaria a democrazia rappresentativa con una forma di democrazia diretta da parte degli azionisti ⁽¹⁰¹⁾.

shareholder opinion in whatever ways are most practical and efficient» e «[t]he chairman should discuss governance and strategy with major shareholders».

⁽⁹⁸⁾ Sul punto, cfr. G. OLIVIERI, *Amministratori «indipendenti» e «di minoranza» nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2008, pp. 23-ss. Sull'opportunità di avere amministratori di minoranza e le perdite di efficienza decisionale a livello consiliare, v. M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio* a cura di U. Tombari, Torino, 2008, pp. 154-155.

⁽⁹⁹⁾ Ed infatti, v. il commento all'art. 3 del Codice di Autodisciplina Italiano, dove espressamente si riferisce che «la presenza in consiglio di amministratori qualificabili come indipendenti [è] la soluzione più idonea per garantire la composizione degli interessi di tutti gli azionisti, sia di maggioranza, sia di minoranza». Tuttavia, essi, in quanto amministratori, sono comunque sottoposti ai principi che sorreggono l'art. 1 del medesimo Codice e, pertanto, devono agire nell'interesse di tutta la società.

⁽¹⁰⁰⁾ L.A. BEBCHUK, *The case for increasing ...*, cit., *passim*.

⁽¹⁰¹⁾ V. S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, in 119 *Harv. L. Rev.*, 2006, pp. 1735-ss. Critici anche T.N. MIRVIS – P.K. ROWE – W. SAVITT, *Bebchuk's "Case for Increasing*

Mi sembra pertanto che, in linea con queste correnti dottrinali più moderne, possa apprezzarsi la funzione di rappresentanza degli interessi di tutti i soci svolta dall'intero organo gestorio. Così, è possibile adesso tentare di capire come gli amministratori sono incaricati di realizzare quell'interesse imprenditoriale che i soci hanno loro demandato e che si traduce nell'interesse sociale.

7. Il voto in assemblea ha una funzione cruciale nel determinare l'interesse sociale: scelta dei gestori, rapporto con l'assemblea, loro rimozione.

Come si ha avuto modo di dire nei paragrafi precedenti, la dottrina ha riconosciuto l'esistenza di più interessi sociali, ad un tempo consacrati negli strumenti di partecipazione alla società e scaturenti da questi. Ora, è senz'altro vero che vi sono più interessi sociali dei portatori di questi strumenti (in particolare, ai fini che qui rilevano, degli azionisti o, meglio, di coloro i quali esercitano il diritto di voto in assemblea). Tuttavia, non è peregrino sostenere che sia la formazione che la determinazione dell'interesse sociale siano rimessi alla maggioranza assembleare, nella forma di una ipostatizzazione dell'interesse che si inverte mediante la delega gestoria: ciò che intendo è che la nomina dell'organo gestorio contiene essa stessa la determinazione dell'interesse sociale ⁽¹⁰²⁾.

Shareholder Power": *An Opposition*, in 120 *Harv. L. Rev.*, 2007, pp. 43-ss. che concludono perentoriamente il proprio articolo in risposta a quello di Bebchuk sostenendo che «The "case for increasing shareholder power" should be dismissed», a p. 55; L. STRINE JR., *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America*, in 119 *Harv. L. Rev.*, 2006, pp. 1759-ss., per il quale «Given these benefits of managerial flexibility, the traditionalist harbors concern over the potential adverse effects of giving shareholders more influence over corporate governance, fearing that it is an overreactive and poorly designed means to generate better corporate performance», a p. 1764; I. ANABTAWI, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, in 53 *Ucla L. Rev.*, 2006, pp. 561-ss.

⁽¹⁰²⁾ Questa affermazione può contribuire – credo – a superare le critiche alla formulazione istituzionalistica dell'interesse sociale sì come riferibile all'ente società dal momento che sarebbe «una formula che appare altresì derivata, nella sua costruzione finale, da argomentazione squisitamente concettualistica (con tutte le criticità che ne seguono), e di nessuna efficacia

Per dar ragione di questa affermazione, conviene muovere anzitutto da un sicuro riferimento normativo: l'art. 2484 co. 1 n. 6). La norma contenuta in tale disposizione conferisce all'assemblea delle società di capitali (alla maggioranza del capitale riunito in assemblea, cioè) la possibilità di sciogliere anticipatamente la società. Questa possibilità, in altre parole, conferma che la disponibilità dell'interesse sociale sia piena e tutta dell'assemblea posto che la dissoluzione di ogni interesse sociale – lo scioglimento della società, cioè – è possibile anche solo che tanto voglia la maggioranza degli azionisti. Se, quindi, la maggioranza può disporre degli interessi sociali sciogliendo la società – nel rispetto di soli limiti esterni come, ad esempio, quello dell'abuso della maggioranza – essa ha altresì la possibilità di anteporre una certa visione dell'interesse sociale agli interessi egualmente sociali della minoranza (la quale potrebbe avere, nell'esempio ipotetico proposto, l'interesse alla continuazione dell'attività d'impresa), atteso che non sussistano ipotesi di conflitto di interessi o di abuso della maggioranza.

La ragione per cui la determinazione dell'interesse sociale avviene mediante la nomina dell'organo gestorio attiene, ritengo, ad una forma di efficienza decisionale che il rapporto organico tra società ed amministratori assicura: ed in effetti, una forma di *potere* dei soci è da intendersi essenzialmente come attitudine a decidere i fini dell'organizzazione attraverso la selezione dei membri dei suoi organi e, in modo particolare, dell'organo gestorio ⁽¹⁰³⁾. Così, l'interesse dei soci è incorporato nella scelta dei gestori della società i quali, mediando quello specifico interesse “endosocietario” con altri interessi egualmente sociali, provvederanno alla sua

operativa»: così B. LIBONATI, *Riflessioni su «L'interesse Sociale» di Pier Giusto Jaeger*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 75-ss, a p. 76.

⁽¹⁰³⁾ Così si esprime anche M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale ...*, cit., p. 66. Altrove in letteratura si rinviene l'affermazione per cui il “controllo” entro l'ordinamento della società per azioni secondo la disciplina italiana, «è saldamente nelle mani dell'assemblea, posto che gli amministratori sono sempre revocabili, anche senza giusta causa (art. 2383 comma 3 c.c.)»: così, L. ENRIQUES, *Società per azioni*, cit., p. 960.

realizzazione, pena la loro rimozione ⁽¹⁰⁴⁾ ovvero l'esercizio nei loro confronti di un'azione di responsabilità.

In tanto in quanto la nomina dell'organo gestorio rappresenta la scelta di coloro i quali dovranno porre in essere le «operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale» (così si esprime l'art. 2380-bis c.c.), senza per ciò decretare una coincidenza tra oggetto sociale ed interesse sociale, questa "elezione" diventa il mezzo mediante il quale selezionare i soggetti che, legati da un vincolo fiduciario ⁽¹⁰⁵⁾, meglio potranno realizzare quella composizione di interessi che sola può assicurare l'efficienza dell'attività, fondamentale al successo dell'impresa esercitata in forma societaria ⁽¹⁰⁶⁾. Pertanto, gli azionisti non soltanto concorrono a definire, dichiarandolo (*rectius*: deliberandolo), l'interesse sociale quando assumono deliberazioni di competenza assembleare ⁽¹⁰⁷⁾; essi, infatti, in una certa misura ed in via mediata, individuano per

⁽¹⁰⁴⁾ Ritiene insufficiente questo incentivo – almeno nel contesto statunitense e, segnatamente, con riferimento all'ordinamento del Delaware – L.A. BEBCHUK, *The Case for Increasing ...*, cit., pp. 851-861.

⁽¹⁰⁵⁾ Sia dottrina che giurisprudenza sono concordi nel ritenere sussistente un vincolo fiduciario tra amministratori e soci. Cfr. F. BARACHINI, *L'appropriazione delle corporate opportunities come fattispecie di infedeltà degli amministratori di s.p.a.*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, vol. II, Torino, 2006, pp. 605-606. In giurisprudenza Cass. 24 agosto 2004, n. 16707 (che per la prima volta ha sostenuto l'esistenza di un dovere di fedeltà).

⁽¹⁰⁶⁾ Si ritiene, correttamente, che l'efficienza dell'impresa esercitata dalla società sia l'obiettivo guida dell'azione gestoria posto che solo un'impresa efficiente può avere possibilità di successo nel mercato. In questo senso, C. ANGELICI, *Note minime sull'interesse sociale*, cit., p. 260. Inoltre, il Codice di Autodisciplina Italiano, nel commento all'art. 2, prevede proprio che «gli azionisti, in sede di presentazione delle liste e di successiva nomina degli amministratori, valutino, anche alla luce del parere espresso dal consiglio sull'argomento, le caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei candidati, in relazione alle dimensioni dell'emittente, alla complessità e specificità del settore di attività in cui esso opera, nonché alle dimensioni del consiglio di amministrazione»: mi sembra che possa da ciò inferirsi proprio che, con la scelta dei componenti l'organo amministrativo, stabiliscano in che direzione debba muoversi l'attività d'impresa e, così, quale debba essere il modo d'intendere l'interesse sociale.

⁽¹⁰⁷⁾ Tuttavia, in ragione della più ridotta competenza assembleare a seguito della riforma del 2003, le ipotesi di determinazione dell'interesse sociale riservate all'assemblea sono sempre più esigue in numero.

delega gestoria l'interesse sociale, rimettendone la valutazione – non totalmente libera bensì parzialmente vincolata al limite interno dei doveri fiduciari propri di ogni amministratore – all'organo gestorio ⁽¹⁰⁸⁾.

Questa circostanza, evidentemente, non risolve i problemi che hanno animato la dottrina circa la diversità di contenuto della clausola “interesse sociale” in ragione del soggetto cui è riferita (ora coloro i quali esercitano il diritto di voto, ora gli

⁽¹⁰⁸⁾ Una conferma di questa lettura si può ricavarla anche dalla disciplina statunitense del vaglio delle decisioni gestorie. In via rimediabile, infatti, gli *standard* di revisione giurisdizionale delle scelte degli amministratori sono, in particolare, due. Il primo, la c.d. *business judgement rule*, impedisce al giudice di sindacare la scelta gestoria “ordinaria”, sul duplice presupposto che (i) un giudizio prognostico sia di difficile configurabilità; e che (ii) il patrimonio conoscitivo dei gestori – quanto alle cose proprie di quella specifica società – sia unico: pertanto, quando essi decidono, adempiendo diligentemente ai propri doveri di *loyalty* e *care*, lo fanno in un modo che è precluso ad altri soggetti. Il secondo *standard*, invece, è la *entire fairness* che comporta una revisione giudiziale completa della scelta gestoria, permettendo così al giudice di superare lo schermo della *business judgement rule* e di sindacare in concreto le scelte dell'organo amministrativo, nel tentativo di tutelare gli interessi dei soci. Tuttavia, l'*entire fairness* è un giudizio di correttezza procedurale: se sono rispettati i vari stadi del procedimento, allora la decisione assunta in esito al procedimento medesimo non sarà viziata.

Questa duplicità di possibilità decisionale dimostra come, nella misura in cui gli amministratori attendano ai propri compiti con diligenza, la cura dell'interesse sociale sia a loro rimessa, rimanendo nella disponibilità dell'assemblea la sola rimozione dei gestori. La produzione dottrinale e giurisprudenziale sul punto è di mole notevole. Bastino i seguenti riferimenti: *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422 (Del. 1997); *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983). In particolare, quest'ultima sentenza specifica cosa debba intendersi per *entire fairness* al par. 711: «[*fair dealing*] embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. [Fair price] relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock». Cfr. anche *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929 (1985); *Kahn v. Lync Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (1994); *Solomon v. Pathe Communications Corp.*, 672 A.2d 35 (1996); *McMullin v. Beran*, 765 A.2d 910 (2000); *Glassman v Unocal Exploration Corp.*, 777 A.2d 242 (2001); *Kanh v. M&F Worldwide Corp.*, C.A. No. 6566 (2014).

V. comunque quanto si dirà oltre al par. 9 del capitolo III.

amministratori) ⁽¹⁰⁹⁾. Tuttavia, mi sembra che possa affermarsi una lettura unitaria della clausola e, in qualche misura, la preminenza di una colorazione “gestoria” dell’interesse sociale, ciò che potrebbe forse servire anche a giustificare la possibilità di impugnazione, da parte degli amministratori *ex art. 2377 co. 2 c.c.*, della deliberazione assunta dall’unanimità dei soci (sebbene, apparentemente, vi sia un conflitto irresolubile tra assemblea e organo gestorio) ⁽¹¹⁰⁾: se, infatti, gli

⁽¹⁰⁹⁾ La convinzione – assolutamente fondata – che si tratti di riferimenti della legge a situazioni tutto sommato differenti è diffusa in dottrina. Tra i tanti, v. C. ANGELICI, *Riflessioni su interesse sociale ...*, cit., p. 576.

⁽¹¹⁰⁾ Apparentemente perché il rimedio dell’azione di responsabilità e, prima ancora, la possibilità di rimozione degli amministratori è senz’altro sufficiente a costituire un incentivo per questi ultimi ad agire sinceramente e diligentemente nel miglior interesse della società.

Quello dell’impugnabilità delle delibere assunte all’unanimità dei soci è un problema che ha affaticato a lungo la giurisprudenza, soprattutto nel caso di deliberazione avente ad oggetto la fissazione del compenso dell’amministratore socio egli stesso (cfr. v. Cass., 17 luglio 2007, n. 15942, in *Società*, 2008, p. 306; Cass., 3 dicembre 2008, n. 28748, disponibile a <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/1477/htm>; App. Milano, 8 novembre 1996, in *Vita notar.*, 1997, p. 924; Trib. Roma, 25 settembre 2007, in *Riv. dir. comm.*, 2008, p. 299; Trib. Milano, 20 novembre 1995, in *Giur. comm.*, 1996, p. 825; Trib. Reggio Emilia, 27 aprile 1994, in *Giur. comm.*, 1995, p. 741; Trib. Milano, 17 settembre 1987, in *Giur. comm.*, 1987, p. 797). Autorevole dottrina ha ritenuto che una deliberazione approvata all’unanimità dei soci non potrebbe mai essere impugnata dagli amministratori perché «di fronte a una deliberazione maggioritaria, o anche unanime ma presa senza il concorso degli azionisti che rappresentino la totalità del capitale sociale, l’impugnazione degli amministratori e dei sindaci può esplicare una funzione di garanzia delle minoranze, che si aggiunge ai mezzi di autotutela loro riconosciuti dalla legge; quando la delibera sia assunta col voto favorevole di tutti i soci, questa giustificazione della legittimazione degli amministratori e dei sindaci ad impugnare non trova più luogo, e la valutazione compiuta dagli interessati deve naturalmente ottenere la prevalenza su quella effettuata da terzi»: così P.G. JAEGER, *L’interesse sociale*, cit., p. 174. Come lo stesso autore riconosce, però, altra dottrina ha argomentato diversamente, soprattutto in ragione del poco spazio interpretativo lasciato dalla lettera della norma. La circostanza, poi, che la norma in esame non contempli la figura dei soci assenti o astenuti tra i legittimati alla impugnazione potrebbe spiegarsi, ritengo, seguendo la prospettiva qui adottata di delega agli amministratori della formazione e tutela dell’interesse sociale nel momento in cui questi vengono nominati. Difatti, la presunzione del legislatore potrebbe esser quella per cui, pur non partecipando all’assemblea che approva la deliberazione, i soci assenti o astenuti avranno comunque concorso – normalmente – alla nomina degli organi di gestione e controllo, di modo che la mancata legittimazione ad agire del socio astenuto o assente si possa così giustificare. Sul punto

amministratori sono “custodi” di un interesse sociale del quale sono stati incaricati, in un certo momento storico, dai soci, essi stessi potranno difenderlo dagli attacchi eventuali dei soci medesimi, pur se all'unanimità.

A ciò si aggiunga un'altra osservazione che è in parte giuridica ed in parte fattuale: ai fini dell'applicazione dell'art. 2373 c.c. rileva che si individui l'interesse della società soddisfatto con la deliberazione da adottarsi in quella specifica assemblea ⁽¹¹¹⁾. Questo interesse – le “ragioni” dell'operazione – si rinvencono anzitutto nell'ordine del giorno; in secondo luogo, nella motivazione della proposta di cui all'ordine del giorno, normalmente presentate all'assemblea dal presidente dell'adunanza che, sempre normalmente, è ruolo svolto dall'amministratore unico ovvero dal presidente del consiglio d'amministrazione ⁽¹¹²⁾. Dunque, vi sono soggetti che, lungo il procedimento che porta all'assunzione della deliberazione assembleare, propongono un certo interesse concreto della società ad una data operazione; difendono l'opportunità di quella operazione, assicurando che è funzionale a promuovere l'interesse sociale; sottopongono a votazione quella scelta – tutto sommato gestoria – all'organo che li ha incaricati di realizzare l'interesse sociale, così riconsegnando nelle mani dei soci la possibilità di vagliare l'adeguatezza della proposta ⁽¹¹³⁾.

v. anche F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, cit., pp. 29-31. Nel senso della impugnabilità della delibera assunta all'unanimità dai soci di società per azioni, v. A. GAMBINO, *L'interesse sociale e il voto in assemblea*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, p. 70.

⁽¹¹¹⁾ La disciplina del conflitto di interessi verrà meglio descritta nel prossimo capitolo. Per il momento è opportuno far riferimento a questo frammento normativo per sostenere la tesi qui esposta. In giurisprudenza, *ex multis*, di recente, v. Trib. Milano, ordinanza, 28 novembre 2014, in www.giurisprudenzadelleimprese.it al par. 1.5.1.

⁽¹¹²⁾ Cfr. art. 2366 c.c. Quanto alla presidenza dell'assemblea, l'art. 2371 c.c. fa riferimento alla “persona indicata nello statuto o, in mancanza, da quella eletta con il voto della maggioranza dei presenti”. Normalmente lo statuto indica quale presidente dell'assemblea il presidente del consiglio di amministrazione ovvero l'amministratore unico.

⁽¹¹³⁾ Mi sembra sia questo il senso anche del pensiero di F. MESSINEO, *L'esercizio del diritto di voto afferente ad azioni altrui*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 205-ss. il quale, a p. 207 afferma che «l'assemblea, esercita – in genere su tutta la « gestione sociale », che è opera dell'amministratore – un sindacato (o controllo), sotto forma di deliberazioni (atti collegiali), le quali presuppongono una « proposta », quasi sempre proveniente dall'amministratore»; «[d]i qui il bisogno – o il supposto bisogno –

Questo vaglio avviene, poi, secondo il principio maggioritario, certo. Tuttavia, è opinione diffusa che – soprattutto nella società per azioni quotata – l'assemblea non è il luogo di discussione e di formazione delle decisioni che incidono sull'organizzazione sociale, né tantomeno sul governo dell'impresa⁽¹¹⁴⁾ e, pertanto, la *forza* del voto in assemblea quanto alla conformazione dell'interesse sociale è decisamente ridimensionata. Perlomeno, essa è ridotta e si limiterà, come sostenuto, ad eleggere quei rappresentanti capaci di realizzare i propri interessi e, in modo particolare, quell'interesse al successo dell'iniziativa imprenditoriale che comporterà la creazione di un *surplus*: è la possibilità di ottenere una quota di quel *surplus* che ha spinto il socio ad investire una porzione del suo patrimonio in quella società.

Da quanto si è appena detto emerge che il ruolo degli strumenti propri del diritto dei contratti assume una rilevanza marginale rispetto alla onnicomprensiva struttura dell'istituzione.

Arrivati fin qui, è ora il caso di abbozzare una proposta che emancipi definitivamente l'interesse sociale da una retorica contrattualista – probabilmente poco aderente al dato normativo contemporaneo – ed imbocchi una strada neo-istituzionalista, non dimentica del ruolo del contratto ma ben consapevole della rilevanza dell'organizzazione corporativa e dell'esigenza che l'investimento in società di capitali sia produttivo di un *surplus* che solo la gestione efficiente dell'*attività* può assicurare.

8. (segue) Primi cenni per una proposta di superamento della dicotomia contrattualismo/istituzionalismo: la rilevanza dell'organizzazione e funzione ancillare della disciplina del contratto.

dell'amministratore che i voti dei soci gli siano favorevoli, così da tradurre in delibera dell'assemblea, quella che è, almeno all'origine, una volontà o un *desideratum* di lui». Ritengo che una simile affermazione sia ancor più valida nell'attuale assetto normativo in materia societaria.

⁽¹¹⁴⁾ Cfr. M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti ...*, cit., p. 268.

Si è già detto che, muovendo dalla definizione di società quale contratto consegnataci dalla rubrica dell'art. 2247 c.c., diversi autori hanno valorizzato proprio la dimensione contrattuale per disegnare i contorni dell'interesse sociale. La norma, tuttavia, menziona il "contratto" facendo evidente riferimento a quest'ultimo quale fatto costitutivo del rapporto giuridico ⁽¹¹⁵⁾ e così, dunque, non vincolando l'interprete ad aderire necessariamente, nella sua opera ermeneutica, ad una concezione "contrattualista" del rapporto societario ⁽¹¹⁶⁾.

Quando, inoltre, la disposizione di cui all'art. 2247 c.c. in esame prescrive che sia requisito essenziale – causalmente tipico – del contratto associativo la divisione degli utili, essa enuncia tanto implicitamente quanto chiaramente il principio in ragione del quale il risultato dell'attività economica esercitata in comune deve ripartirsi tra tutti i soci, andando a loro beneficio e non già a quello di alcuni soltanto tra loro né, tantomeno, a beneficio di terzi estranei ⁽¹¹⁷⁾. Ciò che si pone in diretto riferimento al precedente frammento dell'art. 2247 c.c., così che diviene chiaro come alla comunanza di mezzi per l'esercizio in comune dell'attività debba corrispondere una comunanza di risultati: questo è tanto più chiaro – perché affermato esplicitamente – avendo riguardo all'art. 2265 c.c., principio di carattere generale e dunque applicabile anche ai tipi capitalistici ⁽¹¹⁸⁾.

Come credo sia emerso nei paragrafi precedenti, (i) le caratteristiche tipologiche della società per azioni (e, in particolare, la struttura corporativa); (ii) la sua apertura al mercato ed il conseguente assoggettamento ai limiti giuridici che da tale apertura

⁽¹¹⁵⁾ P. SCHLESINGER, *Complessità del procedimento ...*, cit. p. 1010. Per una posizione notarile sul tema del contratto – o atto unilaterale – che fa sorgere una forma di organizzazione giuridica utile alla attuazione dell'atto di autonomia privata, cfr. L. GENGHINI – P. SIMONETTI, *Le società di persone*, Padova, 2012, p. 46. Ancora, nella manualistica istituzionale più autorevole, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2 vol., IX ed. a cura di M. Campobasso, Torino, 2015, p. 51.

⁽¹¹⁶⁾ Così, anche, D. PREITE, *La destinazione dei risultati ...*, cit., p. 59.

⁽¹¹⁷⁾ Cfr. G. FERRI, *Delle società*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1968, p. 49.

⁽¹¹⁸⁾ G. FERRARA, *Gli imprenditori e le società*, VI ed., Milano, 1975, p. 236. In giurisprudenza, è principio pacifico, affermato da Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927 («[...] divieto [...] estensibile a tutti i tipi sociali, attenendo alle condizioni essenziali del tipo "contratto di società"») e, successivamente, da Cass. 21 gennaio 2000, n. 642.

discendono; (iii) il rapporto “elettorale” – nelle forme del principio maggioritario – tra soci e amministratori, rapporto che consegna nelle mani di questi ultimi la funzione di realizzare – con ampia autonomia – l’interesse loro consegnato dai soci; (iv) la funzione di intermediazione di interessi svolta dall’organo gestorio; (v) la funzione di realizzazione dell’interesse *imprenditoriale* che questo svolge; sono tutti elementi che evidenziano la centrale rilevanza dell’organizzazione nella disciplina della società per azioni, relegando la dimensione del contratto ad aspetti più che altro rimediali ⁽¹¹⁹⁾.

Questa affermazione, tuttavia, non riduce la portata di quella corrente dottrinale che correttamente sottolinea la necessità di eseguire il contratto associativo secondo correttezza e buona fede ⁽¹²⁰⁾: altro è ribadire la differenza giuridica sostanziale ed irriducibile tra società di capitali e soci che la compongono ⁽¹²¹⁾; altro ancora è assoggettare le parti del contratto, anche nell’esercizio delle proprie prerogative corporative, a canoni generali di correttezza e buona fede ⁽¹²²⁾. Inoltre, non sembra

⁽¹¹⁹⁾ Essa si apprezza, infatti, allorquando vengano toccati diritti dei soci che essi hanno non *uti socii* bensì *uti singuli*: in tutte queste ipotesi, nel caso di deliberazione assembleare che abbia ad oggetto una qualche modifica di tali situazioni giuridiche soggettive, sarà necessario ottenere il consenso dell’avente diritto al fine della sua approvazione.

⁽¹²⁰⁾ L’opera già ricordata di A. GAMBINO, *Il principio di correttezza ...*, cit. è stata senz’altro decisiva nella elaborazione dottrinale successiva, specialmente per ricondurre nell’alveo del contrattualismo “attenuato” la disciplina – di origine per lo più giurisprudenziale – delle deliberazioni assembleari assunte non già in contrasto con l’interesse sociale bensì al fine di abusare del diritto di voto a danno della minoranza (ovvero a danno della maggioranza da parte della minoranza). Sul punto, cfr. il fondamentale contributo di F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Torino, 2004.

⁽¹²¹⁾ Anche perché l’organizzazione delle società di capitali «ha vicende proprie, non riconducibili a un’attività esecutiva del contratto, da cui pure trae origine, ed è retta da principi diversi dai principi del contratto»: così, A. GAMBINO, *Il principio di correttezza ...*, cit., p. 3.

⁽¹²²⁾ Del resto – come sopra ricordato – il diritto societario è anche il diritto funzionale a regolare i rapporti di *agency* entro l’ordinamento corporativo: questi rapporti di cooperazione nella altrui sfera giuridica sono senz’altro caratterizzati da un vincolo fiduciario che, per definizione, assume una forte colorazione di correttezza e buona fede. Distingue tra doveri fiduciari e principio di correttezza F. DENOZZA, *L’interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, cit., pp. 13-14 anche se «una sostanziale somiglianza tra il modo di ragionare in termini di doveri fiduciari e quello che utilizza la nozione di correttezza, possa tuttavia essere colta. Entrambi si basano sull’idea che in

qui mettersi neppure in discussione la tradizionale contrapposizione tra soggetti vincolati a perseguire un interesse totalmente altrui – gli amministratori – e soggetti che perseguono un interesse anche proprio – i soci.

Tuttavia, mi pare che il ruolo svolto dalla *dimensione* del contratto debba essere relegato alla fase patologica e rimediale del rapporto associativo, dovendosi invece privilegiare la dimensione della *organizzazione* – sicuramente ben più rilevante – nell'interpretare le norme che non disciplinano fasi patologiche. Tanto deve farsi in ragione della circostanza per la quale affinché l'ente abbia successo nel mercato è necessario che sia ben organizzato al suo interno: con una certa circolarità dei rapporti di causa-effetto, poi, il rispetto dei vincoli organizzativi è funzionale al successo dell'attività imprenditoriale.

È in questo contesto – entro i limiti dei vincoli organizzativi, cioè – che i vari organi operano in costante dialogo: un dialogo costante, fatto di procedimenti funzionali allo sviluppo ottimale della *attività* (della serie di atti di impresa, cioè) (¹²³). Tanto affermato, può forse proporsi una prima colorazione dell'interesse sociale: l'interesse consegnato dai soci all'organo gestorio perché questi lo promuovano secondo la visione imprenditoriale maggiormente funzionale al raggiungimento dell'oggetto sociale, con l'osservanza dei limiti di naturale legale e contrattuale imposti all'ente.

Tra questi, senza dubbio rilevano i limiti posti a garanzia dei creditori sociali, ai quali è ora il caso di passare, per poter ancora meglio individuare i contorni dell'interesse sociale.

certe circostanze l'agente debba rinunciare in tutto, in parte o con gradazioni variabili, al puro perseguimento del proprio egoistico interesse e debba invece tenere conto di certi interessi di altri».

(¹²³) Cfr. C. ANGELICI, *Diritto commerciale*, cit., pp. 22-ss.; P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*: ..., cit., p. 673. Qui non si tratta di disciplinare l'allocazione (via scambio o in altro modo) di risorse esistenti, ma si tratta in primo luogo di favorire la creazione di un *surplus* (di attività imprenditoriale fondamentale rivolta alla *produzione della ricchezza* parla C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma della società di capitali*, cit.).

9. Oltre al ruolo del tipo negoziale prescelto e a quello del voto, la cangianza dell'interesse sociale si apprezza adottando una prospettiva "patrimoniale": dalla solidità alla crisi, dagli interessi dei soci a quelli dei creditori sociali.

Proprio perché vi sono taluni limiti, imposti alla società, che costringono l'azione amministrativa, l'interesse sociale certamente risente, nella sua determinazione, di questi vincoli: per la sua qualità di clausola generale "amorfa" esso assume una dimensione più definita allorché la si caratterizza per via dei limiti interni ed esterni che l'ordinamento pone ⁽¹²⁴⁾.

Ora, rimandando a quanto si è già detto riguardo alla funzione dell'organo gestorio nella determinazione dell'interesse sociale, lo specifico ruolo di intermediazione tra diversi interessi – anzitutto "sociali" (*recte*: dei soci) – svolta dagli amministratori è ancor più evidente se si ha riguardo alla tutela degli interessi patrimoniali dei creditori sociali che essi devono assicurare ⁽¹²⁵⁾. In sostanza, questo ruolo si concretizza nell'assumere decisioni che non compromettano il patrimonio sociale ma, al contrario, lo accrescano o, per lo meno, non ne diminuiscano l'ammontare.

Il patrimonio della società rappresenta, infatti, l'area di confine tra interessi dei soci e interessi dei creditori ⁽¹²⁶⁾: esso, in quanto costituito, anzitutto, dalla negoziale

⁽¹²⁴⁾ Sui limiti "interni" credo di aver già detto *supra* con riguardo alla ripartizione delle competenze tra organi sociali e, pertanto, della "delega" definitoria dai soci ai gestori.

⁽¹²⁵⁾ L'art. 2394 c.c., infatti, prevede che gli «amministratori rispondono verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale».

Si è detto che una siffatta interpretazione della disposizione qui citata sarebbe in irresolubile conflitto con la funzione gestoria, nella misura in cui una tale condotta non condurrebbe ad esiti efficienti quanto all'esercizio dell'impresa perché limiterebbe l'assunzione del rischio intimamente connessa alla riuscita di attività con ritorni attesi più alti di altre, al contrario, meno rischiose ma più sicure. Credo possa opporsi a questa critica la circostanza che, al contrario, una simile interpretazione dell'art. 2394 c.c. indurrebbe i gestori ad assumere, sì, un rischio di impresa; ma ad assumerlo con ponderatezza, al fine di assicurare il successo dell'impresa stessa; successo che deve prevedere la certa onorabilità dei debiti assunti dalla società.

⁽¹²⁶⁾ Questa prospettiva rielabora la metafora del confine proposta da K. LEHMANN, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Berlino, 1904, p. 166 – e ripresa da M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., pp. 75-77 – con riferimento al capitale sociale quale spartiacque tra interessi dei soci e interessi dei creditori. Alla luce delle più moderne considerazioni sulla (non-)funzione di garanzia

predeterminazione dell'impegno economico di ciascun socio nell'affare collettivo – il capitale sociale – si pone, nei riguardi del socio conferente, quale modalità di dismissione di un interesse diretto sulla attribuzione *causa societatis* destinata a comporre le prime sostanze patrimoniali dell'ente; in quanto, invece, composto dai risultati dell'attività economica esercitata dall'ente medesimo, si atteggia a consistenza economica sulla quale nessuna pretesa diretta può essere vantata dal singolo socio ⁽¹²⁷⁾.

Allo stesso tempo, le sostanze patrimoniali (dell'ente causalmente astretto da un vincolo finanziario) rappresentano il limite della garanzia propria dei creditori sociali: questa prospettiva, necessariamente, ha delle notevoli ripercussioni sulla determinazione dell'interesse sociale e consente di affermare che ancora più delicato sarà il ruolo degli amministratori nella composizione dei vari interessi che gravitano intorno alla società. Da una parte, infatti, l'organo gestorio dovrà fare in modo di creare un *surplus* appropriabile dai soci; allo stesso tempo, la creazione di tale *surplus* non può avvenire in contrasto con le esigenze di tutela del credito che gli amministratori devono garantire ⁽¹²⁸⁾.

del capitale sociale – nonché dei conseguenti interventi di novella legislativa – sembra più opportuno far riferimento all'intero patrimonio della società il quale, tra l'altro, deve essere oggetto di attenta analisi da parte dell'organo gestorio che deve rappresentare la situazione patrimoniale della società in modo veritiero e corretto (nonché chiaro) allorquando esso redige il bilancio.

⁽¹²⁷⁾ Riconosco che questa affermazione è un po' *tranchant* e, pertanto, parzialmente incorretta nella misura in cui si dà la possibilità di "contributi" a causa associativa diversi dai conferimenti a capitale come, ad esempio, i versamenti in conto futuro aumento capitale e, più in generale, la possibilità di appostare alcune risorse mediante riserve targate. Tuttavia, per esigenze di semplicità nella trattazione, valga questa affermazione per cui, tendenzialmente, le poste del patrimonio netto non sono oggetto di pretese "dirette" dei soci ma concorrono a comporre la parte di patrimonio destinata a garantire i creditori sociali, ciò che indirettamente può ricavarsi dalla disciplina della riduzione reale del capitale di cui all'art. 2445 c.c. che, nella sua articolazione procedimentale, prevede un periodo di tempo utile a garantire l'opposizione dei creditori all'operazione.

⁽¹²⁸⁾ Per V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, pp. 224-225, il "dovere generale di conservare l'integrità del patrimonio" non sarebbe altro che il «dovere di gestire diligentemente l'impresa sociale al fine di consentire alla società il raggiungimento dello scopo per la quale è stata costituita», poiché «il dovere di orientare

Secondo questo angolo visuale, il rapporto tra potere e responsabilità è d'aiuto nel comprendere come, in effetti, anche l'interesse sociale muti nel percorso che va dalla solidità patrimoniale all'insolvenza, in una traiettoria dal sapore astronomico che – come già è stato da altri detto – va dallo zenith al crepuscolo ⁽¹²⁹⁾. Infatti, il *potere* attribuito dall'ordinamento all'*organo* gestorio – ai sensi dell'art. 2380-bis c.c. – è servente la *funzione* gestoria che questo ha; una funzione che, tuttavia, è poliforme e non si limita ad assicurare soltanto un vantaggio patrimoniale al socio nella forma di un'utilità marginale dell'investimento, ma che, al contempo, garantisce le ragioni del credito ⁽¹³⁰⁾; e tanto più deve garantirle, quanto più la società si approssimi ad una situazione di crisi se non, addirittura, di insolvenza.

Tuttavia, nonostante sia del tutto evidente che la norma di cui all'art. 2394 c.c. rappresenti una direttrice che gli amministratori devono seguire durante tutta la vita della società (proprio per evitare che il rimedio sia esercitabile) ⁽¹³¹⁾, benché

la gestione al fine di non pregiudicare l'integrità del patrimonio va comunque considerato in una prospettiva dinamica e produttivistica».

⁽¹²⁹⁾ La c.d. *twilight zone* che precede l'insolvenza. Cfr. L. STANGHELLINI, *Directors' Duties and The Optimal Timing of Insolvency. A Reassessment of the "Recapitalize or Liquidate" Rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze* diretto P. Benazzo – M. Cera – S. Patriarca, Torino, 2011, pp. 745-748.

⁽¹³⁰⁾ In questo senso, B. LIBONATI, *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. III, Torino, 2007, pp. 626-627 osserva che «la conservazione dell'integrità del patrimonio della società debba essere ricompresa nei doveri di gestione dell'impresa che fanno carico all'amministratore», ritenendo che per "gestire bene" l'impresa occorrerebbe, per prima cosa, garantire ai creditori il recupero del capitale prestatato, oltre agli interessi.

⁽¹³¹⁾ è un indirizzo particolarmente diffuso in dottrina, tra cui v. G. GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori e insolvenza: spunti per una comparazione tra esperienza giuridica italiana e spagnola*, in AA.VV., *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, vol. 2, pp. 1235-ss.; A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in AA.VV., *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi. Venezia, 10-11 novembre 2006* a cura di P. Balzarini – G. Carcano – M. Ventoruzzo, vol. 1, Milano, 2007, pp. 511-ss.; M. MIOLA, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in AA.VV., *Studi in onore di Umberto Belviso*, cit., vol. 1, pp. 609-ss.; G. ROSSI, *Crisi dell'impresa: soluzioni al confine tra diritto fallimentare e societario*, in *Fall.*, 1997, pp. 914-ss. Questi autori, tra gli altri, propongono di individuare nell'art. 2394

apparentemente sembri solo una norma dal contenuto rimediabile per i creditori, è necessario che essa funga da bussola all'organo amministrativo per orientarsi nella gestione della società anche quando essa sia *in bonis*.

Invero, il conflitto (apparente) tra le istanze conservative dei creditori e quelle speculative dei soci non può rilevare esclusivamente in prossimità della insolvenza della società ma, al contrario, deve essere considerato come proprio dell'impresa esercitata in forma societaria e, pertanto, deve essere risolto entro l'ambito dei poteri dati ai gestori dell'attività stessa: ciò è tanto più vero quanto riguardi quelle specifiche decisioni che modifichino il profilo di rischio dell'attività svolta dall'ente ⁽¹³²⁾ e, in misura ancora più rilevante, allorquando comportino il compimento di operazioni straordinarie ⁽¹³³⁾.

Mi pare perciò evidente che, se quanto appena affermato è condivisibile, non potrà negarsi cittadinanza – entro l'alveo dell'interesse sociale – agli interessi di quegli *stakeholders* che siano in relazione contrattuale con la società, così ampliando il novero degli interessi che gli amministratori dovranno comporre nella gestione dell'attività d'impresa ⁽¹³⁴⁾. Allo stesso tempo, le considerazioni qui svolte contengono l'ampliamento degli interessi da considerare; e tanto riescono a fare perché ci si è concentrati sui profili dell'attività d'impresa in concreto esercitata da uno specifico

c.c. un obbligo di tutelare gli interessi dei creditori all'approssimarsi di una crisi o, comunque, al venir meno delle prospettive di continuità aziendale, attraverso l'orientamento della gestione a finalità conservative, l'avvio di procedure liquidatorie o il risanamento della società nelle forme previste dalla legge fallimentare.

⁽¹³²⁾ Sul punto, pregevoli considerazioni sono svolte da L. SEMINARA, *Il patrimonio nella società per azioni tra funzioni e responsabilità*, Tesi di dottorato, Università Bocconi, Milano, 2015; nonché da A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a.*, cit.

⁽¹³³⁾ Cfr. R. SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, p. 149 e nt. 43.

⁽¹³⁴⁾ Discorso parzialmente diverso potrebbe farsi per i c.d. creditori involontari. Tuttavia, la possibilità di appostare a bilancio specifiche somme destinate alla copertura di eventuali rischi futuri dà ragione della circostanza che, in ragione della concreta attività svolta, un "buon" amministratore deve conservare una garanzia anche per i creditori da fatto illecito che potenzialmente potranno aggredire il patrimonio della società (in un ammontare – è ovvio – scontato per la probabilità che l'evento dannoso si verifichi).

tipo sociale. A questa attività gli amministratori devono guardare quando tentano di realizzare un equilibrio tra raggiungimento dell'oggetto sociale e tutela dell'integrità del patrimonio sociale.

10. Sintesi. La determinazione dell'interesse sociale tra contemperamento ed anticipazione di interessi: per una teoria neo-istituzionalista dell'interesse sociale.

A conclusione di questo procedimento di sintesi degli interessi che ruotano intorno alle società per azioni – indagine invero lacunosa e che non può esaurirsi in questo spazio – sembra tuttavia che il peregrinare non sia stato insensato.

Anzitutto, ciò che può con certezza affermarsi è la necessità di disaffezionarsi all'idea che la massimizzazione del valore per gli azionisti della loro partecipazione, sotto il profilo reddituale e patrimoniale, esaurisca la nozione di interesse sociale che, forse più correttamente, è quella dell'aumento di valore della impresa sociale ⁽¹³⁵⁾.

Ciò comporta necessariamente che vi sia un organo preposto a mediare tra gli interessi degli azionisti che, soprattutto nelle società per azioni quotate, possono essere i più diversi. In secondo luogo, che lo stesso organo componga gli interessi degli azionisti con gli altri interessi parimenti tutelati dall'ordinamento, come ad esempio gli interessi dei lavoratori o dei creditori sociali (ciò che è confermato, come ricordato, dalla parzialmente diversa disciplina della responsabilità gestoria all'approssimarsi dello stato di crisi) ⁽¹³⁶⁾.

⁽¹³⁵⁾ In questo senso, cfr. J.E. FISCH, *The Role of Shareholder Primacy in Institutional Choice*, in *Queen's University Law and Economics Workshop, Working Paper No. 2004-03*, p. 7, per il quale sebbene «empirical scholars have largely equated firm value with shareholder value, the two concepts are not identical». V. anche A. DAMODARAN, *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2a ed., 2001, pp. 11-14; ancora, R.P. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization ...*, cit.

⁽¹³⁶⁾ Come ricordato, ritengono che all'organo amministrativo delle grandi società per azioni possano essere attribuite una funzione ponderatoria e compositoria dei conflitti (tra interessi) endocietari K. HOPT, *Aktionärskreis und Vorstandsneutralität*, in *ZGR*, 1993, pp. 536-ss.; nello stesso senso, con riferimento specifico alla *Mitbestimmung*, M.J. BONELL, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, in P. FERRO-LUZZI – P. SPADA – M.J. BONELL, *L'impresa*, Milano, 1985, p. 92;

Ciò che rileva ancor di più per aver dimostrato che l'efficienza informativa del mercato – la quale, da sola, avrebbe dovuto selezionare gli interessi dei soci in una sorta di *reductio ad unum* automatica – è idea fallace quando si confronti l'astratta perfezione del modello con gli aspetti più corrotti della realtà.

Tuttavia, è indubbio il carattere apparentemente contraddittorio dei principi cui si rifà l'ordinamento: l'evoluzione – a volte disorganica – del sistema mediante la novellazione di frammenti di norme e la prevalenza del ricorso all'interpretazione orientata agli effetti ⁽¹³⁷⁾ costituiscono tutti elementi in ragione dei quali può affermarsi – ed oggi ancora più di ieri – che sia possibile ammettere un numero più ampio di interpretazioni “corrette” delle norme oggetto di indagine degli studiosi ⁽¹³⁸⁾.

Eppure, alla luce delle considerazioni sopra svolte e nel difficile tentativo di conciliare le due impostazioni contrapposte nella definizione dell'interesse sociale, sembra preferibile un'interpretazione neo-istituzionalista dello stesso. Una, cioè, che tenga conto dei diversi frammenti normativi rinvenibili all'interno del sistema e che li disponga ordinatamente ed in maniera unitaria, senza snaturare il senso di talaltri elementi normativi, così da ricostruire fattispecie e disciplina dell'oggetto di questa indagine.

Ora, le società di capitali esistono come veicolo per l'investimento e sono sempre, storicamente, state strumenti utili per realizzare “imprese” ⁽¹³⁹⁾. Nel tempo, tuttavia, il legislatore ha predisposto diversi tipi societari che rispondono, cioè, a diverse

M. STELLA RICHTER JR.– C. SALOMAO-FILHO, *Note in tema di offerte pubbliche d'acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, pp. 146-ss.

⁽¹³⁷⁾ Cfr. K. LUHMANN, *Sistema giuridico e dogmatica giuridica*, cit., pp. 73-ss.

⁽¹³⁸⁾ Già in questo senso si esprimeva D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio ...*, cit., p. 385. Specialmente l'evoluzione disorganica del *corpus* normativo delle società per azioni, in uno con l'affermarsi di una giurisprudenza orientata alle conseguenze, ha fatto probabilmente sì che si moltiplicassero ancor di più le possibili interpretazioni “corrette” in tema di interesse sociale.

⁽¹³⁹⁾ Cfr. M. LIBERTINI, *Il mercato: i modelli di organizzazione*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, vol. III, Padova, 1979.

esigenze, prefigurate dallo stesso legislatore: ciascun tipo concreto, pertanto, riflette concreti interessi tra loro – astrattamente – diversi ⁽¹⁴⁰⁾.

L'influenza del diritto europeo ⁽¹⁴¹⁾ ha fatto sì che non vi sia più (esclusivamente) il contratto quale modalità di esercizio dell'autonomia privata utile a creare una società di capitali ⁽¹⁴²⁾; bensì, adesso, si dà la possibilità di un negozio – anche unilaterale e non più, necessariamente, plurilaterale – costitutivo di una persona giuridica diversa dalle persone dei soci.

Costituita l'entità giuridica, l'intervento dei soci è cruciale solo quando si debba modificare l'originario atto costitutivo della società ⁽¹⁴³⁾. In tal senso depone anche la riforma del 2003 che ha realizzato una delega completa, circa la gestione ordinaria della società, agli amministratori ai sensi dell'art. 2380-*bis* c.c.

Così, alcune persone (fisiche o giuridiche) ricevono dall'ordinamento la possibilità di introdurre nel mondo del diritto nuovi enti che, per il tramite di strutture deliberative complesse e dell'esistenza di un rapporto organico, possono manifestare nel mercato la propria volontà, agendo alla stregua di persone naturali. L'interesse della società, così, si sviluppa nel mercato. Non solo: è anche l'interesse del mercato a svilupparsi quale aggregato degli interessi degli enti che nel mercato operano. E questo è coerente – come ricordato sopra – con il dettato costituzionale del nostro ordinamento e, anzitutto, con l'art. 41 Cost. che prevede che «l'attività economica è libera e non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale»: clausola generale (e vaga)

⁽¹⁴⁰⁾ Questa osservazione è ovvia e non credo richieda ulteriori spiegazioni. Tuttavia, è pur vero che l'attività d'impresa consistente nella produzione e commercio di prodotti da forno può esercitarsi tanto attraverso una società in nome collettivo (il panificio sotto casa) quanto nella forma di società per azioni (la Barilla). Ma anche un osservatore comune apprezza la differenza corrente tra le due *forme* dell'attività che, se dall'esterno sembra afferire soltanto alla dimensione delle due attività, dal punto di vista del giurista è evidente che di tratti di una differenza notevole che colora l'interesse sociale dei due tipi.

⁽¹⁴¹⁾ Intendo riferirmi qui alla XII direttiva che prevedeva la possibilità di costituire per atto unilaterale soltanto le società a responsabilità limitata; tuttavia, il legislatore nazionale ha esteso questa possibilità anche alla società per azioni.

⁽¹⁴²⁾ P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, cit.,

⁽¹⁴³⁾ F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1989; G. SENA, *Il voto nell'assemblea della società per azioni*, Milano, 1961.

anche quest'ultima ma che, tuttavia, rappresenta il limite ultimo dell'autonomia privata (un po' come, nei rapporti di *autonomia* tra privati fa l'art. 1322 co. 2 c.c.).

Ora, in senso più economico, l'utilità sociale non è altro che l'utilità aggregata dei soggetti attori dell'economia di mercato. Questo riferimento è utile ad evitare la funzionalizzazione dell'interesse e dell'attività, nella convinzione – un po' paretiana e un po' smithiana – che il perseguimento dell'interesse sociale della singola società conduca ad una maggiore utilità sociale. Tanto avverrà, tuttavia, se gli amministratori, deputati a gestire l'attività economica per delega dei soci, rispetteranno non soltanto i limiti interni su di loro gravanti in forza di vincoli fiduciari, ma anche quelli esterni che trovano un proprio esempio paradigmatico nella norma in materia di azione di responsabilità esercitata dai creditori ⁽¹⁴⁴⁾.

⁽¹⁴⁴⁾ A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a.*, cit. Riprendendo O. BREGLIA, *Conflitti di interesse nelle deliberazioni ...*, cit., a p. 657, che cita la relazione del Farina al Senato sul progetto di legge 4 maggio 1858 sulle Società anonime in accomandita, sento di poter dire che «elemento della buona riuscita della società è indubbiamente la capacità e la moralità degli amministratori [; ... e che, sebbene riguardo alla] probità degli amministratori, l'azione della legge potrebbe dirsi efficace, pure la probità non si riesce a forzarla, perché essa *sfugge alla sanzione penale e sta tutta nella coscienza dell'uomo che agisce*» (enfasi mie). Mi sembra utile riportare questo passo, pur vecchio di 160 anni: la natura umana, in fondo, è la stessa e confidare nella capacità della legge di darci amministratori *buoni* (in senso etico) significa, forse, sopravvalutarne la forza.

CAPITOLO III

IL SISTEMA

LA DISCIPLINA DEL CONFLITTO DI INTERESSI ASSEMBLEARE

SOMMARIO: 1. Note introduttive. Conflitti, interessi e clausole generali. — 2. Il conflitto d'interessi del socio: dal codice di commercio all'introduzione della norma nel codice del 1942. La rilevanza del conflitto del socio si «generalizza» dalla ipotesi tipica in cui egli si trovi ad assommare in sé lo *status* di socio e la *funzione* di amministratore a tutte quelle astrattamente prevedibile e che, però, si danno nella concreta deliberazione. — 3. Gli orientamenti giurisprudenziali e dottrinali: dalla codificazione del 1942 alle novelle del 2003 e del 2010. L'impatto della *Shareholder Rights Directive* estende le ipotesi di conflitto ai soggetti che, pur privi dello *status socii*, possono, in concreto, esercitare il diritto di voto sì come incorporato nelle partecipazioni che detengono. — 4. Le opzioni di politica legislativa nella risoluzione del conflitto d'interessi assembleare sono molteplici e conducono a soluzioni normative dalla diversa efficienza *imprenditoriale*. — 5. (segue) L'esclusione assoluta del diritto di voto è una regola efficiente quanto ad evitare la «contaminazione» della volontà assembleare ma è inefficiente sotto il profilo dell'attività d'impresa. — 6. (segue) L'indifferenza assoluta rispetto alle situazioni di conflitto è una regola inefficiente quanto alla «contaminazione» della volontà assembleare e solo parzialmente efficiente quanto all'attività d'impresa. — 7. (segue) L'esclusione selettiva del diritto di voto consente di temperare i diversi risultati in termini di efficienza, fissando una regola di *default* che è ulteriormente specificabile dai soci. — 8. L'intervento della minoranza nel procedimento deliberativo non riguarda i casi di conflitto assembleare, difettando dell'elemento della marginalità del voto nell'approvazione della deliberazione dannosa. — 9. (segue) Lo scrutinio del giudice: il rapporto tra *entire fairness standard of review* e *business judgment rule* dà ragione della scelta legislativa che privilegia l'efficienza dell'attività d'impresa, secondo il canone della correttezza procedimentale nella formazione della volontà assembleare. La «ratifica» delle decisioni gestorie mediante una *majority-of-the-minority rule* è un'ulteriore conferma della rilevanza di un principio maggioritario «rafforzato». — 10. La de-marginalizzazione dell'assemblea così come voluta dalla *Shareholder Rights Directive* è un errore di prospettiva. — 11. Sintesi. È la norma italiana in materia di conflitto di interessi assembleare adeguata rispetto alle finalità che si propone?

1. Note introduttive. Conflitti, interessi e clausole generali.

Tra le più recenti tendenze del diritto societario – come, del resto, è ipotizzabile accada a seguito di congiunture macroeconomiche particolarmente critiche – vi è dunque quella che si risolve nel voler coinvolgere maggiormente il corpo degli

azionisti nelle decisioni che riguardano aspetti affatto marginali della gestione della cosa sociale, pur se la centralità della decisione possa, spesse volte, apprezzarsi più sotto il profilo etico-sociale che non giuridico-manageriale (¹). Un’analoga considerazione – quella, cioè, riguardante l’inevitabile influenza esercitata dal contesto socio-culturale su decisioni di politica legislativa – vale ancor di più per il peculiare strumento cui, talvolta, ricorre la tecnica normativa: le clausole generali (²).

Una clausola generale “classica” del diritto societario è, certamente, quella di “interesse della società” ovvero “interesse sociale” (³). Nel capitolo precedente, ho provato a dar conto delle posizioni dei diversi autori che si sono occupati di definirla: tutti costoro, tuttavia, allorquando si sono occupati della sua definizione (⁴) ne hanno sempre colta l’intrinseca portata conflittuale.

Il motivo per cui anche in questo lavoro si è cercato di costruire un sistema definitorio dell’interesse sociale, dopo aver tratteggiato i caratteri salienti degli

(¹) In tal senso, esplicitamente, C. ANGELICI, *La società per azioni ...*, cit., pp. 393-394 e, spec., nt. 108.

(²) La letteratura in materia è vastissima. Dai primi impulsi sul tema – di politica del diritto – di S. RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1987, pp. 709-733 e L. MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, pp. 5-19, autorevole dottrina si è impegnata in esercizi definitori che, per il vero, mantengono un’eminente utilità pratica. Ci si riferisce soprattutto a P. RESCIGNO, *Appunti sulle clausole generali*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, pp. 1-ss; V. VELLUZZI, *Le clausole generali. Semantica e politica del diritto*, Milano, 2010; G. D’AMICO, *Clausole generali e controllo del giudice*, in *Giur. it.*, 2011, pp. 1704-ss; M. LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 113-ss. In tema di clausole generali e metanorme nell’interpretazione del diritto societario italiano, cfr. L. ENRIQUES, *Società per azioni*, cit., pp. 958-ss.

(³) Cfr. F. GALGANO, *Le clausole generali tra diritto comune e diritto societario*, in *Tratt. dir. comm. dir. pubb. econ.* diretto da F. Galgano, vol. LXI, Padova, 2011, p. 8, che rimarca la necessità che lo studioso del diritto commerciale si concentri sulle clausole generali proprie “del” diritto societario.

(⁴) Le clausole generali appartengono, nel rango delle fonti, al medesimo *genus* dei principi: questi come quelle, cioè, richiedono che l’interprete si rifaccia ad un valore da massimizzare, con la differenza, però, che le prime richiedono che, affinché il valore da massimizzare si traduca in una disciplina esplicita, l’interprete si rifaccia a patrimoni conoscitivi diffusi in un certo tempo e luogo presso una data comunità. In questo senso, cfr. G. TERRANOVA, *I principi e il diritto commerciale*, cit., p. 216.

interessi extrasociali del socio di controllo, è perché esso viene in rilievo allorquando si debba valutare se una data operazione o un dato atto dell'attività d'impresa esercitata in forma societaria si risolva nel perseguire un interesse altro e confliggente rispetto a quello proprio della società stessa; ovvero sia consentita qualora l'interesse della società lo richieda ⁽⁵⁾.

Quanto alla prima eventualità, il legislatore ha previsto una specifica disciplina del conflitto d'interessi assembleare – oggetto di questo studio – e, cioè, di quella fattispecie ricorrente ogni qual volta vi sia una deliberazione assembleare “viziata” ⁽⁶⁾ dall'esercizio del diritto di voto da parte di uno o più soggetti aventi interessi – extrasociali – in conflitto con quelli della società.

È opportuno rilevare in questa sede che, almeno astrattamente, sono concepibili due *genus* di conflitti di interessi in materia di società (e, segnatamente, in materia di società per azioni): li definiremo conflitti interni e conflitti esterni. Quanto ai primi, vi rientrano senz'altro il conflitto *tra soci*; nonché il conflitto *tra socio e società*. Quanto ai secondi, v'è la possibilità di conflitti *tra società e società* ⁽⁷⁾. Quanto alla disciplina

⁽⁵⁾ O, addirittura, quando esso lo *esiga*: così, l'art. 2441 co. 5 c.c.

⁽⁶⁾ Il ricorso al virgolettato è d'obbligo giacché, in verità, l'attuale disciplina del conflitto d'interessi endoassembleare permette comunque l'esercizio del diritto di voto anche allorquando il titolare di tale diritto si trovi in una situazione di conflitto d'interessi rispetto a quella particolare decisione. Il profilo più interessante della disciplina (per come riformata dal d.lgs. 6/2003 cit.) è la transizione da un regime di divieto (di esercizio del diritto di voto) – e, dunque, di una tutela anticipata o, se si vuole, *ex ante* dell'integrità dell'interesse sociale – ad un regime permissivo che, tuttavia, al ricorrere degli elementi previsti dal Legislatore del danno potenziale per la società della delibera e della determinanza del voto conflittuale per la sua approvazione, consente una tutela successiva – o, se si vuole, *ex post* – ai sensi dell'art. 2377, comma 2 c.c. ai soci assenti, dissenzienti od astenuti. Tutela che può aver luogo, ai sensi della medesima disposizione, anche per tramite di impugnazione della delibera da parte degli amministratori, del consiglio di sorveglianza o del collegio sindacale. Una più puntuale analisi della disciplina dettata per la fattispecie di cui all'art. 2373 c.c. sarà operata *infra*.

⁽⁷⁾ Questi ultimi conflitti, in verità, attengono al normale esplicarsi di relazioni giuridiche tra soggetti, così come vi sono nella normalità dei rapporti tra persone fisiche. Cfr. F. MESSINEO, *Impugnativa di delibera di fusione e interesse di singoli soci*, in *Riv. soc.*, 1957, pp. 220-ss. In questo lavoro non ci si occuperà di tutti i casi di conflitto tra interessi che possono certamente darsi tra società e amministratore, sebbene qualche cenno sia stato fatto *supra* al capitolo II.

dei conflitti esterni, l'ordinamento non se ne occupa, per ovvie ragioni ⁽⁸⁾. Spostando l'attenzione ai conflitti interni, invece, si apprezzerà come i conflitti *tra soci* non sono espressamente disciplinati ⁽⁹⁾, sebbene la dottrina e la giurisprudenza abbiano avuto modo di predisporre una forma di cautela per le ipotesi di abuso del diritto di voto, argomentando *ex artt.* 1175 e 1375 c.c.

Alla luce di quanto appena richiamato, l'unica fattispecie conflittuale tra interessi che l'ordinamento espressamente disciplina è quella *tra socio e società*.

Come si avrà modo di dire più approfonditamente nelle pagine che seguono, la disciplina delle ipotesi conflittuali ha la sua origine, come del resto è facile intuire, già nel codice di commercio del 1865 ⁽¹⁰⁾: è facile intuirlo perché ordinamento corporativo e conflitti sono "endiadi" per società di capitali. Tuttavia, anche in ragione di un diverso contesto socioeconomico e culturale, le norme di cui all'art. 2373 c.c. rappresentano una novità figlia del processo di unificazione dei due codici – civile e di commercio –, culminato nel 1942 con l'emanazione del codice civile.

Nonostante l'introduzione di una compiuta disciplina del conflitto d'interessi assembleare, la disposizione di cui all'art. 2373 c.c. è stata sottoposta ad interpretazioni dottrinali e giurisprudenziali che ne hanno messo in crisi l'originale impostazione: così, in occasione dell'intervento riformatore del 2003, il legislatore nazionale ha ritenuto di accogliere taluni spunti utili a innovare il disposto dell'articolo in parola e modificare radicalmente l'assetto normativo in materia di conflitto d'interessi assembleare. Nonostante questa modifica, la disposizione della cui interpretazione ci occupiamo è stata ulteriormente limata qualche anno dopo, in seguito ad un intervento novellante resosi necessario per il recepimento nel nostro

⁽⁸⁾ *Recte*: se ne occupa nella misura in cui si occupa delle relazioni (patrimonialmente) conflittuali tra privati: è il diritto delle obbligazioni e dei contratti.

⁽⁹⁾ Ritengo sia lapalissiana la motivazione dell'assenza di una specifica disciplina: la funzione del metodo assembleare secondo il principio maggioritario è proprio quella di risolvere, componendoli, i conflitti tra soci che si danno per immanenti a qualsivoglia struttura organizzativa complessa. In altri termini – e correggendo parzialmente l'affermazione che precede – una disciplina specifica dei conflitti tra soci c'è: è la disciplina dell'assemblea.

⁽¹⁰⁾ Con riferimento, almeno, ai casi di deliberazione avente ad oggetto la responsabilità – in senso lato – del socio-amministratore, assunta col voto di questi.

ordinamento della direttiva 2007/36/CE, nota – con il *nomen* inglese datogli dalla letteratura straniera – come *Shareholder Rights Directive* ⁽¹¹⁾.

Ora, se è indubbio che la centralità del problema del conflitto d'interessi nella storia della disciplina delle società per azioni scaturisca dalla teoria *conflittuale* del contratto quale *species* del negozio giuridico ⁽¹²⁾, tuttavia, ponendo mente al problema che qui ci occupa, è evidente come conflitti tra interessi siano presenti non soltanto al livello del rapporto tra le sfere di autonomia privata di ogni soggetto che concorre alla formazione dell'ente; bensì, più in generale, ad ogni livello dell'organizzazione societaria ed entro i confini di ogni singolo tipo societario.

Cionondimeno, il legislatore ha previsto una specifica disciplina del conflitto di interessi assembleare con esclusivo riguardo alla società per azioni, estendendola – con la riforma – anche alle società a responsabilità limitata (*ex art. 2479-ter* co. 2 c.c.), ciò che deve duplicemente interrogare l'interprete: anzitutto, circa la possibilità di estendere ulteriormente, per tramite dell'analogia, questa disciplina ad altri tipi societari; in secondo luogo, circa l'opportunità di disciplinare fattispecie funzionalmente equivalenti a quelle del conflitto di interessi assembleare ricorrendo alla norma prevista per la sola delibera conflittualmente assunta, al fine di ridurre la possibilità che i soci in conflitto possano porre in essere arbitraggi normativi – e quanto alla scelta del tipo sociale; e quanto alla scelta dell'operazione – che permettano loro di eludere il trattamento sanzionatorio previsto dal legislatore.

Per far ciò, in questo capitolo si indagherà la disciplina del conflitto di interessi, prima in chiave storica; poi in chiave funzionale e comparata; quindi si tenterà di vagliarne la bontà alla luce delle osservazioni che si esporranno.

⁽¹¹⁾ La quale, com'è noto, ha subito una revisione per tramite della Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017 Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario.

⁽¹²⁾ P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, cit., pp. 25-ss.

2. Il conflitto d'interessi del socio: dal codice di commercio all'introduzione della norma nel codice del 1942. La rilevanza del conflitto del socio si «generalizza» dalla ipotesi tipica in cui egli si trovi ad assommare in sé lo *status* di socio e la *funzione* di amministratore a tutte quelle astrattamente prevedibili e che, però, si danno nella concreta deliberazione.

La natura e la struttura stesse della società anonima per azioni fanno emergere – come si ha avuto modo di rilevare in precedenza – il problema del conflitto d'interessi assembleare. Proprio per questo, non si tratta di un problema sorto in epoca moderna ⁽¹³⁾, bensì – appunto in ragione del suo essere connaturata alla essenza (economica) stessa del fenomeno delle società di capitali – già nel vigore del codice di commercio. Nondimeno, una disciplina completa e specifica del conflitto d'interessi del socio mancava sia nel codice di commercio del 1865, sia nella riformata versione del 1882.

Pur tuttavia, non è estraneo al dibattito che ha condotto alla riforma del codice del 1865 il tema della difficile configurazione in termini univoci dell'interesse sociale; e si potrebbe a ragione affermare che già nella vigenza del predetto codice fosse presente – almeno *in nuce* – una flebile consapevolezza circa i problemi legati alla definizione dello stesso ⁽¹⁴⁾.

Ricorrendo a categorie contemporanee di matrice economica – di certo ancora estranee, nella loro versione formalizzata, al dibattito dell'epoca – può affermarsi che uno dei problemi più rilevanti di un approccio puramente contrattualista nella definizione dell'interesse sociale risiede nella circostanza che, in ragione dell'apatia razionale degli investitori ⁽¹⁵⁾, le assemblee delle (grandi) società per azioni si

⁽¹³⁾ Si è già ricordato l'*incipit* del contributo di O. BREGLIA, *Conflitti d'interessi nelle deliberazioni delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1922, p. 654.

⁽¹⁴⁾ Come si ha avuto modo di dire ampiamente *supra*.

⁽¹⁵⁾ Si vedano i lavori di K.J. ARROW, *The Limits of Organization*, New York, 1974; F. EASTERBROOK – D. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, 26 *J. L. Econ.*, 1983, p. 395 sulle deficienze dei sistemi di voto nelle società a capitale disperso; M.J. ROE, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, p. 10; B.S. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 *Mich. L. Rev.*, 1990, p. 520; E. WYMEERSCH, *Shareholder(s) matter(s)*, in *Unternehmen, Markt und Verantwortung – Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*, Berlino, 2010, p. 1571. Ma già G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 35-ss.

svolgono in presenza di una o più minoranze i cui interessi non riflettono, necessariamente, l'interesse della società sì come composto dalla somma degli interessi dei singoli soci: tali minoranze, così, si troverebbero nella posizione di poter fattualmente dominare le assemblee e, conseguentemente, dettare l'andamento della vita della società in ragione di una partecipazione ridotta al rischio d'impresa. Del resto, questo è un problema risalente del diritto delle società di capitali, se è vero che il pericolo appena messo in evidenza era già percepito con estrema lucidità anche nel vigore del codice di commercio.

Prima di analizzare le ragioni socio-economiche sottese al lungo *iter* legislativo che ha condotto all'introduzione della norma di cui all'art. 2373 del codice civile del 1942, pare opportuno riportare brevemente alcune considerazioni in materia di assemblea dei soci e loro deliberazioni così come disciplinati alle origini contemporanee della storia giuscommercialista del nostro ordinamento.

Ai sensi dell'art. 143 del Codice di Commercio del 1865, era lasciata all'autonomia statutaria la possibilità di determinare il *quorum* costitutivo delle assemblee ⁽¹⁶⁾. Tale previsione era motivata dall'esigenza pratica di consentire che la vita della società per azioni potesse condursi speditamente, indipendentemente dalla circostanza che taluni – magari anche molti – soggetti che risiedevano in diverse città del Regno di Italia non partecipassero alle assemblee delle anonime, stante la difficoltà materiale di poter agevolmente raggiungere il luogo di convocazione dell'assemblea, solitamente coincidente con il luogo in cui era fissata la sede della società. Parafrasando il titolo di un noto contributo di inizio Novecento ⁽¹⁷⁾, potrebbe dirsi che, più che di separazione tra proprietà e controllo, si trattava di una *lontananza* della proprietà dal proprietario, al punto che l'atto di conferimento di una delega gestoria agli amministratori trovava in questa epoca un'apicale ragion d'essere proprio nel fatto che non fosse materialmente possibile ai soci una gestione diretta dell'attività comune. Così si spiega, dunque, la scelta legislativa di lasciare alle singole

⁽¹⁶⁾ Nella stessa epoca, l'art. 29 della Legge Francese del 1867 richiedeva la presenza di tanti soci quanti rappresentavano appena il 25% del capitale sociale: si tratta di una soluzione motivata dalle difficoltà riscontrate nella prassi delle assemblee delle anonime, le quali non erano particolarmente frequentate dagli azionisti.

⁽¹⁷⁾ A. BERLE – G. MEANS, *The Modern Corporation*, cit.

società – in ragione della specifica composizione della compagine sociale – la possibilità di determinare, attraverso il contratto sociale, quanti soci fosse necessario che si presentassero alle assemblee per determinarne la validità di costituzione e, conseguentemente, delle deliberazioni.

Diversamente, il Codice di Commercio del 1882, disponeva che per la validità della costituzione delle assemblee e, conseguentemente, delle deliberazioni fosse necessaria la presenza di tanti soci che rappresentassero almeno la metà del capitale sociale, introducendo così la regola maggioritaria per la costituzione dell'assemblea e l'approvazione delle deliberazioni. Non così per le assemblee precedenti la costituzione – tramite iscrizione nell'allora registro delle società – della società medesima (le assemblee dei sottoscrittori): acutamente si osservò come, infatti, nelle assemblee che precedevano la costituzione della società, l'elemento individuale-personalistico aveva una assoluta preminenza rispetto all'elemento patrimoniale-capitalistico allorché non era ancora sorto alcun vincolo giuridico derivante dal contratto sociale che potesse spiegare la diversa ripartizione del potere in ragione della partecipazione al capitale.

Avvenuta la costituzione, invece, la rilevanza degli elementi caratterizzanti il tipo società anonima era invertita: ecco spiegata la ragione per cui nelle assemblee dei sottoscrittori era richiesta la presenza della maggioranza capitaria degli stessi mentre, nelle assemblee dell'anonima, la maggioranza del capitale ⁽¹⁸⁾. Pur consapevole della difficoltà materiale per i soci di partecipare alle assemblee dell'anonima, il legislatore del 1882 ha – correttamente – ritenuto che fissare un *quorum* costitutivo *ex lege* e parametrarlo alla metà del capitale sociale potesse costituire un valido incentivo acciocché la vita della società fosse animata da un numero di soci tale da rappresentare almeno la metà del rischio d'impresa, il che si sarebbe tradotto –

⁽¹⁸⁾ Il dibattito parlamentare che ha preceduto la riforma del Codice di Commercio è davvero molto interessante. Il Ministro di Agricoltura, Industria e Commercio, in risposta ad un intervento del senatore Rossi che rilevava come gli azionisti difficilmente partecipassero alle assemblee delle anonime (imputando tale disinteresse alla distanza fisica che separava la sede di residenza del socio da quella di convocazione dell'assemblea) e, pertanto, richiedeva che si abbassasse il quorum costitutivo delle stesse, dichiarò che «la metà, invece del terzo del capitale, richiesto nella prima assemblea, dà una maggiore garanzia di serietà di rappresentanza dell'interesse sociale in queste adunanze». Dibattito riportato in G. PATERI, *La società anonima*, Torino, 1890, pp. 453-454.

almeno nelle intenzioni del Legislatore – in un maggior controllo, da parte dei soci, sull'operato dell'organo gestorio e sull'andamento della società medesima.

Così, una volta assunto quale principio regolatore della costituzione dell'assemblea e delle deliberazioni assembleari quello maggioritario – ovviamente riferito al capitale – rimanevano da regolare i casi di conflitto d'interessi endoassembleari che si reputavano più rilevanti ⁽¹⁹⁾. Come già accennato, la realtà economica del tempo era imperniata sulla figura di imprenditori capaci, anzitutto, di aggregare attorno a sé un certo numero di investitori; in secondo luogo di gestire direttamente l'attività di impresa esercitata in forma societaria: quale naturale conseguenza di un modello di economia padronale, il socio si trovava spesso ad essere anche amministratore della società al cui capitale egli partecipava ⁽²⁰⁾.

Coerente con la realtà da regolare è la disciplina del conflitto d'interessi sì come divisata sia dal Legislatore del 1865 che dal Legislatore del 1882. Nel codice di commercio del 1882, infatti, vi era un'unica disposizione in materia di conflitto d'interessi assembleare: si tratta dell'art. 161 cod. comm. 1882 ⁽²¹⁾. Tale disposizione prevedeva unicamente un divieto di esercizio del diritto di voto in assemblea da parte dell'amministratore – *rectius*: del socio-amministratore – circa le deliberazioni che avessero ad oggetto l'approvazione del bilancio d'esercizio nonché la responsabilità

⁽¹⁹⁾ In effetti, la disciplina del codice di commercio non era particolarmente completa quanto alle fattispecie ivi regolate. Così, il problema del conflitto d'interessi restò alquanto nell'ombra, sebbene fosse questione «degnata di meditata riflessione da parte di tutti coloro, a cui sta a cuore il sano funzionamento della società per azioni». Così, A. ASQUINI, *Conflitto di interessi tra il socio ...*, cit., p. 652, che osserva come il Legislatore non si fosse, fino ad allora, preoccupato di regolare i problemi che oggi si definirebbero di *tunneling* come si ha avuto modo di dimostrare *supra*.

⁽²⁰⁾ Questa forma di capitalismo, tra l'altro, non è neppure così lontana da forme contemporanee. Basti pensare ai casi di società con una struttura della proprietà particolarmente concentrata – sia familiare che non – ovvero con socio fondatore che, in ragione dell'emissione in sede di quotazione di azioni con voto multiplo o maggiorato, detiene il controllo della società e provvede ad eleggersi alla carica di consigliere d'amministrazione. Per le ragioni economiche che motivano questa scelta, si rinvia a Z. GOSHEN – A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, cit., pp. 560-ss.

⁽²¹⁾ Il tenore della disposizione è di tal fatta: «Gli amministratori non possono dar voto: nell'approvazione dei bilanci; nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità». Una disposizione avente il medesimo tenore letterale era quella di cui all'art. 148 cod. comm. 1865.

gestoria verso la società. La ragione che sta a fondamento di questa disposizione è di per sé evidente: l'intenzione del Legislatore era di rispettare il principio agevolmente riassumibile col brocardo *nemo iudex in causa sua*. Non mancarono, tuttavia, opinioni critiche rispetto a una siffatta disposizione ⁽²²⁾ anche perché si ritenne che richiedere l'astensione dal voto potesse comportare un'irrimediabile alterazione del funzionamento del principio maggioritario ⁽²³⁾. Pur impedito *ex lege* l'esercizio del diritto di voto, già nel vigore del codice di commercio era assolutamente pacifico che i soci-amministratori potessero comunque esercitare il proprio diritto di *voce* ⁽²⁴⁾ e, specificamente, quello di intervento in assemblea, specialmente al fine di poter dare delucidazioni agli altri partecipanti sugli argomenti all'ordine del giorno, affinché questi potessero deliberare facendo affidamento su di un completo panorama informativo.

Problema ricorrente, già quindi presentatosi nella vigenza del codice di commercio, era capire quali fossero gli effetti della violazione del predetto divieto. È sulla scorta di questa riflessione che inizia a farsi spazio l'idea che, ai fini dell'individuazione del rimedio più opportuno ai fini della conservazione dell'atto emanato dalla società, ciò che davvero rilevava fosse la determinanza marginale e la

⁽²²⁾ Si disse, ad esempio, che «nella stessa guisa che i ministri di un reggimento costituzionale, quando rivestono la doppia qualità di depositari del potere esecutivo e di rappresentanti della nazione, non hanno obbligo di astenersi dal dare il voto in alcuna questione, così agli amministratori delle società, quando sono anche soci, non deve essere inibito l'esercizio del diritto di voto». Cfr. G. PATERI, *La società anonima*, cit., p. 471.

⁽²³⁾ Cfr. G. PATERI, *La società anonima*, cit., *ibid.* «Ma veramente a chi ben consideri la prevalenza che ordinariamente hanno gli amministratori nelle assemblee, e l'indole delicatissima delle deliberazioni di cui si tratta, parrà che gli inconvenienti lamentati non siano verosimili, e parrà ancora che un amministratore, approvando col suo voto il bilancio che riassume la sua gestione, farebbe cosa poco commendevole. Inoltre, la revisione delle leggi non si deve considerare come un'opera d'arte ed è inopportuno toccare alle disposizioni che non hanno fatto cattiva prova; tale è il caso di quella onde si discorre, letteralmente riprodotta dall'articolo 148 del Codice vigente». Così, il Ministro Gaspare Finali in G. FINALI, *Memoria del ministro di agricoltura, industria e commercio intorno alla legislazione delle società commerciali*, Roma, 1874, p. 145.

⁽²⁴⁾ Icasticamente, oggi lo si definirebbe “diritto di voce”: cfr. M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, cit.

rilevanza del voto in conflitto ⁽²⁵⁾. Infatti, nell'analizzare i casi di nullità della deliberazione, taluna attenta dottrina distingueva tra la circostanza in cui, pur esercitando il proprio diritto, il socio-amministratore in conflitto non spostasse gli equilibri tra maggioranza e minoranza; e quella in cui, invece, i voti in conflitto determinassero l'approvazione di una deliberazione che, altrimenti, mai sarebbe stata approvata ⁽²⁶⁾. Nel primo caso, si riteneva che la deliberazione fosse comunque validamente presa; nulla, invece, nel secondo caso.

Altri, invece, ritenevano che non fosse la deliberazione ad essere nulla, bensì i voti espressi dai soci-amministratori. La nullità del voto, dunque, non avrebbe potuto comportare la nullità della deliberazione, giacché si sarebbe così penalizzata l'assemblea tutta che pur aveva agito correttamente: *utile per inutile non vitiatur* ⁽²⁷⁾. Questa tesi, evidentemente, ha il pregio di voler salvaguardare la validità – e dunque gli effetti – della deliberazione presa col voto del socio-amministratore in conflitto. Essa, però, non pare condivisibile giacché si limita a riaffermare quanto statuito dalla legge: che i voti in conflitto fossero nulli è facilmente desumibile dalla contrarietà alla lettera della legge di un tale, illegittimo esercizio del diritto di voto. Ma se la nullità dei voti comporta un'alterazione della maggioranza assembleare e, dunque, una compromissione del principio maggioritario che regge lo svolgimento delle assemblee, la deliberazione sarebbe stata valida solo in difetto della determinanza marginale del voto in conflitto ⁽²⁸⁾.

⁽²⁵⁾ Con una sorta di test di ragionevolezza. Nel diritto inglese, ad esempio, quando una decisione presa dalla società sia tale che nessuna persona ragionevole potrebbe considerarla utile per la società stessa, essi si può spiegare soltanto intravedendo un interesse extrasociale della maggioranza che l'ha approvata: cfr. *Shuttleworth v. Cox Bros. & Co. (Maidenhead) Ltd* [1927] 2 K.B. 9 CA.

⁽²⁶⁾ Cfr. E. VIDARI, *Le società e le associazioni commerciali: trattazione sistematica secondo il nuovo Codice di commercio italiano*, Milano, 1889, p. 451.

⁽²⁷⁾ R. CALAMANDREI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, vol. II, Torino, 1884, p. 128.

⁽²⁸⁾ Così, correttamente, G. PATERI, *La società anonima*, cit., p. 472. Già all'epoca del codice di commercio, in ogni caso, si rilevava come il problema della legittimazione al voto potesse essere agilmente superato dagli amministratori: «[t]uttavia non bisogna dissimularsi che la illegittima condotta degli amministratori o del direttore potrebbe anche non essere conosciuta e non impedita quindi. La qual cosa accadrebbe, allorché essi (e soltanto per partecipare, se non direttamente,

Il divieto previsto per il socio-amministratore, poi, veniva esteso in via analogica anche a coloro i quali, pur non essendo amministratori, avessero un ruolo preminente all'interno dell'organizzazione dell'anonima: infatti, per la dottrina maggioritaria, anche quelli che oggi sono, con un anglicismo, definiti *managers* della società per azioni – i direttori – non avrebbero potuto votare, da soci, nelle deliberazioni riguardanti l'approvazione del bilancio ovvero la propria responsabilità ⁽²⁹⁾.

Tuttavia, parte della dottrina di inizio '900 – col conforto di parte della giurisprudenza – assumendo che le norme limitative di diritti non fossero applicabili in via analogica ad altre fattispecie, non riconoscevano quale causa sufficiente di incompatibilità ad esercitare il diritto di voto il conflitto tra interesse particolare del socio e quello della società e propendevano «a considerare l'eventualità di questo conflitto d'interessi come uno di quei problemi che ogni socio deve risolvere nell'interno della propria coscienza» ⁽³⁰⁾. Altra parte della dottrina, comunque, ha chiamato in causa l'art. 150 cod. comm. (1882), nato per attenuare la portata precettiva dell'art. 138 cod. comm. (1865) ⁽³¹⁾, e che è stato, poi, da alcuni autori applicato

indirettamente almeno alla votazione), cedessero per poco le loro azioni, che supponiamo al portatore, a qualcuno di loro conoscenza, il quale si prestasse così a rappresentare la parte di azionista od a fingere il possesso di un numero di azioni maggiore del vero. Come impedire tale manovra? Ben sappiamo che gli amministratori devono depositare a garanzia della loro condotta un certo numero di azioni. Ma chi può impedir loro di acquistarne poi altre e di fare così il brutto gioco?». Così, E. VIDARI, *Le società e le associazioni commerciali*, cit., pp. 451-452. Questo è un problema sicuramente attuale al punto che si è tentato di risolverlo modificando la lettera dell'art. 2373 c.c. e sostituendo le parole “il socio” con “colui il quale esercita il diritto di voto”. Sul punto, v. *infra*.

⁽²⁹⁾ Afferma come questa interpretazione sia l'unica plausibile G. PATERI, *La società anonima*, cit., p. 473 laddove sostiene che «[n]ello stesso modo che gli amministratori, neppure i direttori delle società anonime possono dare voto nell'approvazione dei bilanci e nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità. Veramente, la legge non accenna ai direttori nell'articolo che esaminiamo, ma è forza così ritenere, se si pone mente che i medesimi si trovano nella stessa condizione degli amministratori, cioè che sarebbero essi pure giudici e parti nello stesso tempo, qualora avessero voto in simili affari».

⁽³⁰⁾ Così, A. ASQUINI, *Conflitto di interessi tra il socio ...*, cit., pp. 652-ss. a p. 654.

⁽³¹⁾ La norma di cui all'art. 138 cod. comm. (1865) era stata pensata per evitare conflitti “inevitabili”, disponendo che non potessero essere amministratori della società «il banchiere della medesima, il costruttore, l'appaltatore ed il sub-appaltatore di materiali per conto di essa».

analogicamente ai casi di conflitto di interessi del socio ⁽³²⁾, sull'assunto che la norma riguardante il socio-amministratore fosse estendibile analogicamente agli altri soci, in quanto espressione di un principio generale, pertanto applicabile anche all'esercizio dei diritti di intervento, discussione e voto dei soci tutti in assemblea ⁽³³⁾.

Anzitutto, s'è chiarito preliminarmente che il voto dell'amministratore in conflitto fosse *species* del più ampio *genus* del contratto con sé medesimo, comportante, dunque, l'invalidità della dichiarazione di volontà emessa dall'amministratore interessato – il suo voto –, invalidità nelle forme della annullabilità ⁽³⁴⁾.

Tanto si è fatto per estendere, poi, a tutti i soci la sanzione in parola, facendo la dottrina ricorso all'argomento per cui non è esattamente vero che l'amministratore è organo della società ed il socio no: in verità, anche il socio – si riteneva – realizza il proprio interesse egoistico per tramite ed attraverso l'interesse della società ⁽³⁵⁾.

⁽³²⁾ Ad esempio da A. ASQUINI, *Conflitto di interessi tra il socio ...*, cit., pp. 653-ss. e seguita, tra gli altri, da C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, V ed., Milano, 1928, II, p. 230. Per Asquini, tuttavia, l'art. 150 cod. comm. era espressione di un principio generale in forza del quale chi è titolare di un potere nell'interesse di un terzo deve esercitarlo per perseguire detto interesse. Così, l'applicazione analogica dell'art. 150 cod. comm. ai casi di conflitto di interessi del socio sarebbe giunta all'esito di un procedimento di *analogia iuris* più che di *analogia legis*.

⁽³³⁾ Trovo estremamente moderne ed attuali le considerazioni di O. BREGLIA, *Conflitti di interesse nelle deliberazioni ...*, cit., p. 665 che non riteneva applicabile in via analogica l'art. 150 c. comm. (1882) al socio perché "azionista" («espressione che rivela in lui uno stato di fatto, il possesso cioè del titolo che gli attribuisce il diritto alla partecipazione agli utili e alla liquidazione dell'attivo al momento dello scioglimento della società») ma che, comunque, questi fosse soggetto alla buona fede contrattuale «che vincola tra di loro i socii, ad ogni modo e in ogni caso»; egli aggiunge anche (alle pp. 672-673) che «non è solamente attraverso rapporti contrattuali che si esplica l'attività di una società; essa si esplica indubbiamente anche attraverso le deliberazioni, che possono eventualmente gettare le basi di una futura contrattazione»: è cioè, lucidissimo nell'affermare la rilevanza dell'organizzazione anche ai fini della formazione e manifestazione della volontà dell'ente. A onor del vero, la rilevanza organizzativa era ben presente anche ad altri autori, come Asquini e Vivante.

⁽³⁴⁾ Sia Asquini che Breglia erano concordi nel ritenere che, ai sensi del comma 2 dell'art. 150 summenzionato, l'amministratore – e per conseguenza, data l'estensione analogica, anche il socio – fossero responsabili nei confronti della società per violazione del divieto.

⁽³⁵⁾ Questa posizione, tuttavia, finiva col funzionalizzare l'esercizio del diritto di voto del socio al «bene comune della società».

La conclusione avanzata, poi, comportava che il socio in conflitto, per sé o per terzi, dovesse astenersi dal prendere parte all'assemblea ogni qual volta egli avesse avuto un interesse contrario alla società, indipendentemente dalla natura della operazione da deliberarsi. Obbligo di astensione che, in maniera ancora più rigorosa, si estendeva non soltanto all'esercizio del diritto di voto ma altresì al diritto ad intervenire nella discussione precedente il voto stesso: «se infatti lo scopo della legge è quello di ottenere che la volontà dell'assemblea non sia inquinata da volontà determinate da interessi antisociali, tale scopo si raggiunge [...] anche impedendo che la volontà del socio interessato intervenga nel processo formativo della volontà dell'assemblea»⁽³⁶⁾.

Come credo sia evidente dal dibattito riportato per sommi capi, il problema su quali soci escludere dalla assemblea era particolarmente sentito, al punto che Vivante propose una forma *ante litteram* di *record date*⁽³⁷⁾, funzionale ad estromettere dalla votazione chi assumesse lo *status socii* per un periodo transeunte, al solo scopo di esercitare il voto in assemblea, così condizionando la vita di una società rispetto alla quale, tuttavia, egli non aveva alcun interesse economico.

Lo stesso Vivante, poi, nella quarta edizione del suo *Trattato* auspicava l'intervento del legislatore, affinché questi, legiferando, pronunziasse un divieto espresso di voto

⁽³⁶⁾ Così A. ASQUINI, *Conflitto di interessi tra il socio ...*, cit., p. 664.

⁽³⁷⁾ Funzionale ad estromettere le Banche «che, servendosi dei riporti, raccoglievano la maggioranza delle azioni alla vigilia delle Assemblee Generali e, servendosi di teste di legno, (gli *Strohmaenner* dei Tedeschi) riescono nelle votazioni ad imporre amministratori ligi al loro programma finanziario e industriale»: così O. BREGLIA, *Conflitti di interesse nelle deliberazioni ...*, cit., p. 667.

per il socio in conflitto di interessi ⁽³⁸⁾; intervento auspicato anche da altra dottrina ⁽³⁹⁾ e che, di lì a poco, sarebbe stato realizzato con l'unificazione dei due codici.

Tuttavia, altra parte della dottrina ⁽⁴⁰⁾, riteneva si dovesse impostare il problema nei termini dell'eccesso o dello sviamento di potere, così da poter assicurare adeguata protezione alle minoranze assembleari ⁽⁴¹⁾. Altresì, l'interesse di cui il socio era portatore, in questa prospettiva, avrebbe dovuto unicamente essere quello diretto alla deliberazione da prendersi: diversamente ragionando, v'era il timore di poter impedire atti favorevoli alla società ⁽⁴²⁾. Il pregio di questa teorizzazione, come appresso si avrà modo di dire, consiste anche nell'aver ulteriormente spostato

⁽³⁸⁾ Vivante, nella relazione della Commissione Luzzatti, circa le riforme delle Società Commerciali, si esprimeva così: «Ogni uomo probo comprende da sé che non conviene partecipare ad una deliberazione nella quale il proprio interesse sia in contraddizione con quello della Società; la legge stessa applicò questo principio, proibendo nell'art. 161 agli amministratori di votare nell'esame di bilancio e nelle deliberazioni, che si rapportano alla loro responsabilità. *Da questi casi limitati bisogna passare ad un divieto generale del diritto del voto nei casi di un conflitto di interessi*» (enfasi aggiunta).

⁽³⁹⁾ O. BREGLIA, *Conflitti di interesse nelle deliberazioni ...*, cit., p. 678 concludeva così: «È da augurarsi però che la parola del legislatore ponga presto termine alle penose conseguenze causate dal presente ordinamento. E alla riforma concorrono ora motivi speciali determinanti, come la importanza sempre maggiore degli interessi riuniti intorno alle società per azioni, l'esempio delle legislazioni straniere e il voto di molti studiosi».

⁽⁴⁰⁾ F. CARNELUTTI, *Eccesso di potere nelle deliberazioni ...*, cit., pp. 176-ss.; T. ASCARELLI, *Sulla protezione delle minoranze ...*, cit., pp. 735-ss.; G. FERRI, *Eccesso di potere e tutela delle minoranze*, cit., pp. 723-ss., per il quale «il socio, in quanto eserciti il diritto di voto nell'assemblea per formare la volontà della persona [giuridica], deve dirigere la sua manifestazione verso lo scopo sociale. Esso non è infatti il portatore di una volontà autonoma e indipendente, ma l'elemento di una totalità che porta il suo contributo per giungere alla formazione della volontà di questa totalità; è pertanto necessario che la sua manifestazione si ispiri a questo interesse» così a p. 737.

⁽⁴¹⁾ Si riteneva, infatti, che la tutela delle minoranze attraverso i principi che consentivano l'impugnabilità della deliberazione dell'assemblea per errore, violenza, o dopo dei votanti o per vizi oggettivi non fosse sufficiente. Così G. FERRI, *Eccesso di potere e tutela delle minoranze*, cit., p. 725.

⁽⁴²⁾ Mi pare, questo, un passaggio fondamentale perché circoscrive le ipotesi di conflitto di interessi giuridicamente rilevanti a quelle che causano un danno patrimoniale alla società. Infatti, come si vedrà nel paragrafo successivo, questo elemento della fattispecie è di importanza relevantissima perché assicura una forma di efficienza decisionale e, dunque, imprenditoriale.

l'attenzione dall'esame sul contenuto dell'atto – la delibera – all'esame sulla regolarità della formazione dell'atto, così da “procedimentalizzare” la valutazione sulla conformità all'interesse sociale della deliberazione in concreto assunta.

Da queste premesse storiche emergono due dati fondamentali. Il primo attiene alla conferma che il tema che qui ci occupa è un tema che ha accompagnato da sempre la nascita e l'evoluzione delle grandi società azionarie; il secondo è che i tentativi di soluzione del problema, attenti alla realtà economica della fattispecie, sono stati avanzati nell'assenza di una specifica disciplina di legge. Tuttavia, anche quando questa è stata data dal legislatore con il codice del 1942, le varie prospettive interpretative avanzate nel vigore del codice di commercio hanno continuato a riverberarsi sulla nuova norma dell'art. 2373 c.c., conducendo alle letture dell'interesse sociale che ho già ricordato nel precedente capitolo.

È ora il caso di muovere all'analisi della dottrina e della giurisprudenza sul conflitto di interessi assembleare successivi all'introduzione dell'art. 2373 c.c. nel codice del 1942, nonché all'analisi dell'impatto che le più recenti riforme hanno avuto sulla norma oggetto di studio.

3. Gli orientamenti giurisprudenziali e dottrinali: dalla codificazione del 1942 alle novelle del 2003 e del 2010. L'impatto della *Shareholder Rights Directive* estende le ipotesi di conflitto ai soggetti che, pur privi dello *status socii*, possono, in concreto, esercitare il diritto di voto sì come incorporato nelle partecipazioni che detengono.

Come si è già detto ripetutamente, una norma sul conflitto di interessi del socio in assemblea trova la sua formulazione solo nel codice unificata del 1942 e, in particolare, nell'art. 2373 c.c. ⁽⁴³⁾. Nella transizione al codice del 1942, la prima innovazione che ha

⁽⁴³⁾ V. la Relazione al codice civile par. 971: «Nuova e di notevole portata è la disposizione dell'art. 2373 c.c. con la quale, accogliendosi un principio in cui concorda la più recente e autorevole dottrina, si è fatto divieto al socio di esercitare il diritto di voto nelle deliberazioni in cui egli abbia in proprio o per conto di terzi, un interesse in conflitto con quello della società. Si tratta di una norma indubbiamente severa, perché l'inosservanza di essa rende impugnabile la deliberazione qualora sia idonea a recare danno alla società e risulti che, senza il voto dei soci che avrebbero dovuto astenersi dalla votazione, non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza». Il dovere di

parzialmente – ed indirettamente – risolto talune questioni legate al tema di questa ricerca è stata l'introduzione del regime della nominatività obbligatoria delle azioni, in luogo del precedente regime di azioni al portatore ⁽⁴⁴⁾.

Quanto alla tecnica normativa utilizzata per la disciplina delle ipotesi di conflitto, invece, mentre i commi 1 e 2 contenevano la disciplina generale del conflitto di interessi, il comma 3 disciplinava un'ipotesi tipica e "nominata", quella del conflitto "posizionale" del socio-amministratore rispetto alle deliberazioni riguardanti la propria responsabilità. Infatti, la prescrizione di cui al n. 2 dell'art. 161 c. comm. (1882) fu fatta confluire nella nuova disposizione e, più specificamente, nel suo comma terzo ⁽⁴⁵⁾.

L'introduzione della norma consentì di superare il dibattito dottrinale e giurisprudenziale circa l'estendibilità ai soci "comuni" in conflitto della disciplina divisata per il socio-amministratore, così prevedendo espressamente la configurabilità del vizio legato al socio in conflitto ⁽⁴⁶⁾.

astensione del socio amministratore prevista nell'art. 2373 co. 2, costituisce «un'applicazione del principio sopra enunciato che non richiede particolari chiarimenti, perché la ipotesi considerata costituisce l'esempio più evidente di una inconciliabile antitesi di interessi tra l'azionista-amministratore e la società che a questa intenda richiedere la riparazione del danno che egli le ha arrecato.».

⁽⁴⁴⁾ Non si può, in questa sede, dare esaurientemente conto delle implicazioni di un simile mutamento di regime; tuttavia, queste certamente non sfuggiranno al lettore più avveduto. Basti citare, sull'argomento, B. VISENTINI, *Osservazioni sulla nominatività delle azioni in relazione all'art. 2373 cod. civ.*, in *Riv. soc.*, 1957, pp. 638-ss.

⁽⁴⁵⁾ Sempre nella relazione al codice civile del Guardasigilli (par. 971) si legge: «non è invece riprodotta la norma del codice di commercio, per cui all'amministratore non è consentito partecipare col proprio voto all'approvazione del bilancio. Si è osservato, infatti, che l'affermazione generica di un conflitto di interessi fra l'amministratore e la società, nell'approvazione del bilancio, è sfornita di ogni base, perché, nella grandissima maggioranza dei casi, è invece vero il contrario. Ora, la norma legislativa non può basarsi su casi patologici e, peggio, in omaggio a questi, obbligare gli amministratori a ricorrere ad espedienti a tutti noti per poter fare approvare il bilancio, quando essi possiedono la maggioranza del capitale sociale».

⁽⁴⁶⁾ F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo «di correttezza» sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 181-ss., a p. 186.

Ora, nei commi primo e terzo della nuova norma erano sancite due ipotesi di privazione del diritto di voto (*rectius*: di privazione della legittimazione a votare) e non soltanto un mero divieto di esercizio del diritto di voto ⁽⁴⁷⁾: quanto al primo comma, essa investiva l'azionista – essendo irrilevante che allo *status* di azionista si assommasse o meno, nella stessa persona, la *funzione* (o il *ruolo*, se si vuole) di amministratore –; quanto al terzo comma, invece, il divieto investiva il solo amministratore che fosse anche socio, tuttavia limitatamente a quelle deliberazioni che avessero ad oggetto la responsabilità dell'amministratore verso la società ⁽⁴⁸⁾.

Il comma 4 – confluito, dopo la riforma del 2003, nell'art. 2368 c.c. – prevedeva che le azioni per le quali il diritto di voto non poteva essere esercitato a causa della posizione conflittuale del socio fossero comunque computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea ⁽⁴⁹⁾.

⁽⁴⁷⁾ Per alcuna parte della dottrina e della giurisprudenza, la solennità del primo comma imponeva una vera e propria esclusione dalla legittimazione al voto al socio in conflitto, mentre il comma secondo i prevedesse i presupposti per l'impugnazione: cfr. G. MINERVINI, *Sulla tutela dell'interesse sociale nella disciplina delle deliberazioni assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, p. 314; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1992, pp. 448-ss.; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, vol. III, tomo 2, Padova, 1999, p. 233; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile* diretto da F. Vassalli, vol. 10, tomo 3, 1987, pp. 627-ss. In giurisprudenza, cfr. per tutti: Trib. Milano, 10 giugno 1999, in *Società*, 1999, p. 1380; Trib. Napoli, 10 novembre 1998, in *Società*, 1999, p. 964.

La dottrina assolutamente dominante, col conforto della giurisprudenza prevalente, riteneva, invece, insensato assegnare una valenza autonoma al comma 1 e pertanto un divieto assoluto al voto, dovendosi contemperare le esigenze di tutela dell'interesse individuale del socio al voto e di tutela dell'interesse sociale. In questo senso, invece, In dottrina, L. MENGONI, *Appunti per una revisione ...*, cit., p. 434; P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., pp. 213-ss.; G. GRIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. 16, 1985, p. 391; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza ...*, cit., pp. 250-ss.; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto ...*, cit., pp. 116-ss. In giurisprudenza, cfr. per tutti: App. Milano, 4 luglio 1989, in *Giur. it.*, 1989, p. 915; Cass., 11 dicembre 2000, n. 15599; Cass., 21 marzo 2000, n. 3312.

⁽⁴⁸⁾ Si faceva correttamente notare che questa previsione, in verità, null'altro fosse che una specificazione dell'ipotesi più ampia di cui al primo comma. Cfr. F. MESSINEO, *L'esercizio del diritto di voto ...*, cit., p. 209, nt. 11.

⁽⁴⁹⁾ Cfr. G. FRÈ, sub *art. 2373 c.c.*, in *Commentario del Codice Civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna, 1964, pp. 364-ss.

Taluna parte della dottrina, poi, riteneva che l'art. 2373 c.c. fosse norma dettata nell'esclusivo interesse dei soci e non già anche a tutela dei creditori sociali o di terzi⁽⁵⁰⁾; altri, ovviamente, dissentivano, sul presupposto che fosse anche inutile discutere su chi fosse l'effettivo beneficiario della tutela, giacché si trattava di norma che, più in generale, intendeva assicurare il buon funzionamento della società e, come tale, era sicuramente dettata nell'interesse sia dei soci⁽⁵¹⁾, sia dei creditori, sia dell'ordine pubblico⁽⁵²⁾. Ancora, la dottrina migliore s'è interrogata sul se l'art. 2373 c.c. contenesse un principio ben più ampio di quello limitato alla soluzione dei conflitti tra socio e società e, cioè, un principio di tutela del socio singolo⁽⁵³⁾ ovvero della parità di trattamento tra i soci⁽⁵⁴⁾. Sino a tutte queste questioni che, in un'altalena di posizioni dottrinali, si sono trascinate dal 1942 fino ai nostri giorni e, precisamente, fino ai primi anni 2000⁽⁵⁵⁾.

(50) Tra questi, ad esempio, A. GRAZIANI, *Nominatività obbligatoria dei titoli azionari?*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 621-ss.

(51) In particolare di minoranza: così, App. Brescia, 21 luglio 1952, in *TemI*, 1952, p. 580 con nota di ROMANO-PAVONI.

(52) La posizione è espressa sinteticamente da B. VISENTINI, *Osservazioni sulla nominatività ...*, cit., pp. 642-643.

(53) A favore della tesi della tutela anche del singolo socio, v. L. MENGONI, *Appunti per una revisione ...*, cit. per il quale «la disciplina del conflitto di interessi protegge il socio di minoranza contro una maggioranza che tenta di far prevalere sull'interesse comune un interesse extrasociale incompatibile col primo» (così a p. 439). Contrario, invece, F. MESSINEO, *Impugnativa di delibera ...*, cit.

(54) Cfr. L. MENGONI, *Appunti per una revisione ...*, cit. per cui «[s]olo attraverso la disciplina del conflitto di interessi, il principio della parità di trattamento dei soci traduce veramente nell'ordinamento giuridico della società per azioni la suprema regola di giustizia *suum cuique tribuere*, in che si esprime non già un mero principio formale, un mero ideale logico, ma una esigenza morale» (così a p. 447).

(55) Un sessantennio ricco di evoluzioni tecnologiche, infrastrutturali ed economiche, le quali certamente si sono riverberate anche sul dettato normativo. Sul punto, v. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato ...*, cit.; A. GAMBINO, *L'interesse sociale e il voto ...*, cit.

La riforma del 2003 ha, infatti, sicuramente mutato il panorama normativo e non soltanto per la riforma dello stesso art. 2373 c.c. ⁽⁵⁶⁾. Mi riferisco, in particolare, anzitutto alla possibilità ora concessa alle società per azioni di emettere azioni incorporanti i diritti più diversi ⁽⁵⁷⁾: in conseguenza di ciò, «l'interpretazione e l'applicazione della norma centrale sul conflitto di interessi del socio nell'esercizio del voto deve tener conto della pluralità di interessi tipici che possono comporre l'interesse della società, riferito alla causa tipica dell'atto di autonomia privata» ⁽⁵⁸⁾. Inoltre, la riforma ha mirato ad evitare che, con la sussistenza del divieto di voto, potessero verificarsi fattispecie in cui alla maggioranza (in conflitto) fosse inibito il voto, con la conseguenza che la minoranza si trovasse, in concreto, ad assumere in

⁽⁵⁶⁾ Come si legge nella Relazione (par. 5) «La norma sul conflitto di interessi non presenta particolari innovazioni: la sua più sintetica formulazione, che prescinde dal disposto di cui al primo comma del preesistente art. 2373 c.c., si conforma all'indirizzo interpretativo formatosi in giurisprudenza. Ciò non toglie che il socio, il quale si ritenga in conflitto d'interessi con la società, possa dichiarare di astenersi dal voto, come del resto risulta dal terzo comma del nuovo art. 2368». Più estesa era la Relazione allo schema di delega approvato dal Consiglio dei ministri il 30 settembre 2002: «Dalla nuova formulazione dell'articolo 2373 c.c. risulta con chiarezza che il socio in conflitto di interessi è legittimato a votare, ferma l'annullabilità della deliberazione, se questa è dannosa ed è stata approvata con il suo voto determinate. Si è inteso così eliminare dubbi e problemi, che possono sorgere in particolare nelle assemblee convocate per le fusioni, dove è frequente che un socio, spesso di maggioranza, possieda partecipazioni in entrambe le società interessate, e non sembra ammissibile che in tal caso ogni decisione sia rimessa alla minoranza» (par. 5). Rileva come fosse ambigua la formulazione dell'art. 2373 c.c. M. NOTARI, *La sterilizzazione del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Scritti in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 398 e, specialmente, nt. 3. L'A. evidenzia l'incongruità tra il divieto apparentemente assoluto di esercizio del diritto di voto e la mancanza di una disciplina che comportasse serie conseguenze per la violazione del divieto medesimo, attesa la previsione di una doppia prova di resistenza della deliberazione (danno arrecato – anche solo potenzialmente – dalla deliberazione e necessità del voto confliggente per la sua approvazione).

⁽⁵⁷⁾ Sul punto, fondamentale il contributo di M. NOTARI, sub *art. 2348*, in *Azioni* a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, pp. 153-ss.

⁽⁵⁸⁾ Così A. GAMBINO, *L'interesse sociale e il voto in assemblea*, cit., p. 72. Sul punto, v. *supra* le argomentazioni proposte nel capitolo II, in particolare ai paragrafi 3 e 4. Tuttavia, anche il capitolo I può essere d'aiuto per meglio intendere questa autorevole osservazione, dal momento che ha ad oggetto, ad un tempo, gli interessi extrasociali del socio in conflitto e l'interesse della società.

esclusiva decisioni assembleari di rilievo per la definizione e la realizzazione dell'interesse sociale ⁽⁵⁹⁾.

Un problema rilevante nella disciplina del conflitto di interessi assembleare era senz'altro dato dalla possibilità per il titolare di partecipazione svuotata dal suo rischio economico (*empty voter*) che, anziché ricorrere alla diversificazione dell'investimento azionario quale strumento per l'investimento *tout court* nel mercato mobiliare, detiene una posizione speculativa in senso opposto rispetto alle azioni dell'emittente nella quale ha investito ⁽⁶⁰⁾. Una tale circostanza fattuale, invero, non dà ragione del perseguimento di una strategia di riduzione del rischio, bensì attesta la ricerca di un rischio di segno contrario a quello che si assumerebbe qualora si investisse nelle azioni dell'emittente e non in strumenti inversamente correlati all'andamento nel mercato delle azioni stesse ⁽⁶¹⁾.

La questione è oggi risolta dalla novella all'art. 2373 c.c. apportata dal recepimento nell'ordinamento italiano della Direttiva Azionisti mediante il d.lgs. n. 27 del 2010. Infatti, l'originario lemma "socio" è stato sostituito da "coloro", con riferimento generico a qualunque soggetto sia legittimato ad esercitare il diritto di voto in quella specifica assemblea, pur non avendo la qualità di soci ⁽⁶²⁾, prendendosi così atto della

⁽⁵⁹⁾ Cfr., in giurisprudenza, Cass., 8 maggio 1992, n. 5498, in *Giur. comm.*, 1993, pp. 351-ss.; App. Venezia, 14 gennaio 1993, in *Società*, 1993, pp. 937-ss.; Trib. Milano, 20 gennaio 1994, in *Giur. comm.*, 1995, pp. 237-ss.; Trib. Milano, 10 giugno 1999, in *Società*, 1999, pp. 1380-ss.

⁽⁶⁰⁾ Mi riferisco al noto problema del c.d. *negative voting*, ben affrontato da G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, cit., pp. 13-16.

⁽⁶¹⁾ Ciò che può realizzarsi in modo assai variegato mediante l'acquisto di strumenti derivati. Cfr. G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, cit., p. 147.

⁽⁶²⁾ Poiché la storia tende a ripetersi e i problemi a ripresentarsi (sotto forme diverse che, però, tradiscono una stessa sostanza) la questione era già stata affrontata un secolo fa dalla migliore dottrina italiana (Asquini, Breglia, Soprano, Vivante tra gli altri). Oggi si riaffaccia potentemente sulla scena, con soluzioni che riprendono – a volte inconsapevolmente – la saggezza di chi ci ha preceduti.

possibile dissociazione tra titolarità della partecipazione sociale e legittimazione all'esercizio del diritto di voto ⁽⁶³⁾.

La novella – dettata dalla necessità di disciplinare il caso dei votanti che soci più non fossero – ha indirettamente risolto una serie di questioni formali legate alla possibilità di estendere la disciplina del conflitto di interessi ai soggetti votanti diversi dai soci che abbiano, per conto proprio o di terzi, un conflitto di interessi con la società ⁽⁶⁴⁾. Inoltre, alla stregua del tenore letterale dell'art. 2373 c.c., come da ultimo novellato, rientrano direttamente tra i destinatari della disposizione l'usufruttuario ed il creditore pignoratizio ai sensi dell'art. 2352 c.c.

Orbene, alla luce della riforma, il soggetto in conflitto oggi non deve astenersi dal voto, né deve informare gli altri partecipanti all'assemblea della situazione conflittuale in cui versa ⁽⁶⁵⁾. Né tantomeno può essere escluso dal voto dal presidente dell'assemblea, sebbene nulla vieti che, nell'intima determinazione del suo volere, egli volontariamente si astenga dal votare. Tuttavia, in quest'ultimo caso, verrebbe meno uno degli elementi della fattispecie e, pertanto, conflitto *assembleare* non vi sarebbe poiché il legittimato al voto lo avrebbe già risolto dentro di sé.

Se, però, egli dichiara di versare in situazione di conflitto, ai sensi dell'art. 2368 c.c. co. 3, le azioni con cui astrattamente avrebbe potuto votare non possono essere computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione della deliberazione: questa circostanza è, del resto, una conferma della chiara impronta data al legislatore alla norma in questione, nel senso di rendere sempre possibile l'esercizio del diritto di voto in antitesi alla formulazione previgente.

⁽⁶³⁾ Cfr. M.T. CIRENEL, *Art. 2373. Conflitto di interessi*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società: Commento agli articoli 2325-2379-ter del Codice civile* a cura di F. d'Alessandro, 2010, Padova, pp. 757-ss., a p. 758; 770.

⁽⁶⁴⁾ L'obiezione era già considerata «formalistica e agevolmente superabile» da R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3,1, Torino, 1994, p. 442.

⁽⁶⁵⁾ Ciò cui invece è tenuto l'amministratore in conflitto *ex art. 2391 c.c.*

4. Le opzioni di politica legislativa nella risoluzione del conflitto d'interessi assembleare sono molteplici e conducono a soluzioni normative dalla diversa efficienza imprenditoriale.

Alla luce del quadro suesposto e della evoluzione della norma in materia di conflitto di interessi assembleare, è ora opportuno muovere ad una valutazione delle scelte di politica legislativa, mettendo in evidenza quali alternative concrete il legislatore avrebbe potuto adottare. Questa valutazione, per insegnamento assolutamente condiviso dalla dottrina nostrana e straniera, non può prescindere dalla valutazione dell'economia del fenomeno oggetto di studio ⁽⁶⁶⁾.

Questa analisi, inoltre, darà modo di adeguatamente interrogarsi sulla applicabilità ad altri tipi sociali della disciplina del conflitto di interessi assembleare. Infatti, se al lettore è sembrato persuasivo *l'iter* argomentativo dei primi due capitoli; e se sarà parimenti persuasivo quanto si dirà appresso, non risulterà particolarmente difficile accettare le conseguenze di quella impostazione. Se, cioè, un interesse extrasociale del socio è elemento della fattispecie; se, altresì, elemento della fattispecie è la conflittualità di quest'ultimo con l'interesse della società così come definito – e, cioè, interesse alla correttezza gestionale nell'esercizio dell'attività imprenditoriale, funzionale al perseguimento maggiormente efficiente dell'oggetto sociale, sì come stabilito dall'organo gestorio – allora sarà comprensibile come non vi sia ragione di ritenere che questa disciplina sia esclusivamente applicabile alle società per azioni. Diversamente argomentando, sarebbe facile sfuggire al portato precettivo della norma in esame ricorrendo a strategie di arbitraggio normativo, ciò che sembra assolutamente non desiderabile.

Conviene osservare che la previsione di cui all'art. 2373 c.c. non comprende qualunque ipotesi di conflitto di interessi, dal momento che essa disciplina solamente quelle ipotesi in cui colui il quale esercita il diritto di voto soddisfa un suo interesse extrasociale, contrario all'interesse sociale e di danno al patrimonio della società.

⁽⁶⁶⁾ Infatti, «è primo dovere di ogni studioso del diritto commerciale il rendersi esatto conto del substrato economico dei fenomeni giuridici che esamina»: così G. FERRI, *Eccesso di potere e tutela delle minoranze*, cit., p. 724 che riporta l'insegnamento di Vivante.

Proprio in ragione di ciò, credo sia opportuno sottolineare – anche se a tratti ciò potrebbe tradursi in alcune ovvietà – le ragioni della caratterizzazione della fattispecie, muovendo dai suoi elementi tipici.

Mi pare di poter affermare con sufficiente convinzione che il perno intorno al quale ruota la fattispecie in esame sia il danno alla società ⁽⁶⁷⁾. Non il voto conflittuale di colui il quale può esercitarlo, perché ogni voto contrario a quello della minoranza è un voto in conflitto con questa, indipendentemente dal *motivo* o dall'*interesse* che determina il voto ⁽⁶⁸⁾; né la violazione dell'interesse della società è, di per sé, sufficiente ⁽⁶⁹⁾; non la determinanza del voto, prima prova di resistenza, perché ogni deliberazione è approvata secondo il principio maggioritario e, pertanto, col voto determinante di uno o più votanti. Ora, queste evenienze – assolutamente tollerate dall'ordinamento e, anzi, rientranti nel normale funzionamento del procedimento deliberativo – diventano rilevanti allorquando esse siano preordinate o, comunque, fattualmente arrechino o possano arrecare un danno al patrimonio della società.

⁽⁶⁷⁾ Con la novella del 2003, infatti, il “il baricentro” della norma si sposta sulla dannosità potenziale della delibera. Accogliendo la ormai prevalente concezione sostanzialista del conflitto e trasformando il requisito del danno potenziale da condizione esterna di rilevanza del conflitto ad “elemento strutturale della fattispecie” il legislatore della riforma impone in modo inequivoco la verifica della posizione assunta in concreto dalle parti. Così F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Torino, 2004, pp. 180-ss.

⁽⁶⁸⁾ In questo caso faccio riferimento alla minoranza anche se, per maggior correttezza, dovrei far riferimento all'interesse sociale. Tuttavia, anche se oggetto di questo studio non è anche l'ipotesi di abuso della maggioranza, conviene riferirsi al voto contrario all'interesse della minoranza per ricomprendervi sia l'interesse sociale (rappresentato approssimativamente per il *medium* occasionale dell'interesse della minoranza) sia l'interesse della minoranza *strictu sensu*.

⁽⁶⁹⁾ Non mi pare, infatti, che vi sia alcuna ipotesi normativa che impedisca al socio di votare perseguendo il proprio interesse partigiano avverso l'interesse della società: è da escludersi, ritengo, qualunque funzionalizzazione dell'esercizio del diritto di voto, diritto che discende dallo *status socii* del soggetto che lo esercita – in proprio o per rappresentanza o per altra vicenda sostitutiva o cooperativa normativamente prevista – e che, in quanto tale, può e deve essere liberamente esercitato per il perseguimento dei fini egoistici (riferibili alla sola sfera del votante, cioè) che determinano l'interno convincimento del votante. Nel diritto inglese, v. però *Sidebottom v. Kershaw Lees & Co.*, [1928], I Ch. 154. C. A., secondo cui il diritto di voto deve essere esercitato «*bona fide for the benefit of the company as a whole*».

Il patrimonio della società, dunque, è un limite insuperabile alla discrezionalità dell'organo assembleare ⁽⁷⁰⁾, così come dell'organo gestorio. Ciò che è di peculiare interesse è che la deliberazione assunta col voto determinante del socio in conflitto danneggia, *pro rata*, anche quest'ultimo. La differenza rispetto ai soci di minoranza è che, chiaramente, egli riuscirà ad avere un'elevata utilità marginale da questo danno che, in verità, per lui costituisce il costo marginale dell'utilità che concretamente riesce ad ottenere. In buona sostanza, il socio di controllo avveduto riuscirà non soltanto a sopportare il danno ma addirittura ad ampiamente compensarlo mediante l'approvazione di una delibera che gli assicuri uno speciale vantaggio extrasociale; mentre tale compenso non è dato ai soci di minoranza.

Queste considerazioni di carattere generale sul voto conflittuale sarebbero incomplete se non si ponesse mente alla necessità di assicurare l'efficienza imprenditoriale della società. Come ricordato ampiamente nel capitolo precedente, infatti, la società per azioni – come ogni altra società – è solo *forma* dell'attività d'impresa ed un legislatore avveduto deve occuparsi di disciplinare gli aspetti del fenomeno corporativo – quanto alla struttura dell'organizzazione – in modo da far sì che questo possa essere la modalità più efficiente di realizzazione di un'attività imprenditoriale generatrice di un *surplus* che costituisca un adeguato ritorno sull'investimento fatto (nella forma di capitale apportato).

È evidente che, a questi fini, rimedi ablatori – necessariamente *ex post* – per i casi di deliberazioni conflittuali sarebbero poco efficienti e che, pertanto, eventuali rimedi risarcitori si lasciano preferire ⁽⁷¹⁾. Maggiormente preferibile sarebbe un meccanismo rimediale che riuscisse a selezionare *ex ante* le ipotesi di conflitto di interessi dannose

⁽⁷⁰⁾ Si è già detto *supra* al capitolo II, paragrafo 9 del ruolo di confine del patrimonio. Alla luce della teoria dell'interesse sociale che si è presentata al lettore, il patrimonio della società è limite così invalicabile che neppure l'unanimità dell'assemblea può danneggiarlo.

⁽⁷¹⁾ Purché chiaramente questi siano a carico dei soci che, in conflitto, concorrono ad approvare la delibera. Si ha una conferma di quanto appena accennato nel dato letterale delle norme. Infatti, la previsione di un limite temporale per impugnare la deliberazione assunta in conflitto, in uno con i quorum minimi per l'impugnabilità, testimonia la volontà del legislatore di rendere disponibile lo strumento rimediale solo entro convenienti limiti di tempo e solo ad un gruppo numericamente qualificato di soci che rappresentano una certa quota del capitale sociale. In questo senso, v. F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo ...*, cit.

per la società e, individuatele, le sanzionasse con l'impossibilità del loro perseguimento mediante l'adozione della delibera. Così, appunto, si otterrebbe l'*optimum* di assicurare l'efficienza imprenditoriale, evitando la contaminazione del procedimento assembleare.

Tuttavia, è facile intendere come un congegno giuridico siffatto è logicamente – prima ancora che giuridicamente – impossibile da architettare: infatti, il conflitto emerge *in concreto* nel *momento* assembleare e, pertanto, nessun meccanismo selettivo riuscirebbe, da solo, ad epurarlo *ex ante* giacché bisognerebbe comunque attendere l'adunanza assembleare per individuarlo ed espungerlo dal procedimento.

Tuttavia, come avrò modo di dire, ritengo ci possano essere delle soluzioni intermedie, capaci di costituire un punto d'incontro tra l'esigenza della efficiente rimozione *ex ante* dell'elemento inquinante e quella dell'individuare in relazione alla concreta delibera da assumersi.

Prima di prospettare, però, un simile meccanismo di selezione delle situazioni conflittuali, è bene passare in rassegna le concrete opzioni legislative nella soluzione delle deliberi conflittuali, avendo sempre a mente le due direttrici della "purezza" del procedimento assembleare e della efficienza imprenditoriale.

5. (segue) L'esclusione assoluta del diritto di voto è una regola efficiente quanto ad evitare la «contaminazione» della volontà assembleare ma è inefficiente sotto il profilo dell'attività d'impresa.

La prima e più netta possibilità certamente nella disponibilità del legislatore è quella di escludere il socio in conflitto dalla possibilità di esercitare il diritto di voto, così da non inquinare il procedimento deliberativo e non alterare il corretto funzionamento del principio maggioritario: tale possibilità venne già paventata in passato, in effetti senza gran successo ⁽⁷²⁾.

⁽⁷²⁾ In particolare, già nel 1928 la *Deutsche Juristentags-Kommission* pubblicò una relazione sul problema (*Bericht der Juristentags-Kommission zur Reform des Aktienrechts*), proponendo di risolverlo nel senso di introdurre una norma che dichiarasse inammissibile il diritto di voto da parte

Si tratta, in buona sostanza, di attribuire una rilevanza giuridica autonoma alla possibilità che si dia un conflitto tra interessi, uno che possa rilevarsi da circostanze oggettive alle quali ricollegare l'esclusione della legittimazione all'esercizio del diritto di voto da parte di chi ne sia concretamente titolare: è quanto anche il legislatore del 1942 aveva previsto per il socio di società per azioni.

Certamente, così inquadrato il problema, è evidente che una regola così divisata assicuri che non vi sia contaminazione della volontà assembleare, dal momento che il procedimento deliberativo è tutelato da ogni forma di inquinamento e stortura. Tuttavia, è sempre fondamentale assicurare l'efficienza imprenditoriale: non è detto che il voto in conflitto arrechi necessariamente un danno alla società, ben potendo risolversi in una deliberazione che sia assolutamente neutra rispetto alla società medesima che la assume ⁽⁷³⁾.

Ora, vi sono varie ragioni per cui una siffatta impostazione non può essere accolta da un ordinamento moderno che abbia a cuore il buon andamento dell'economia. Ove si divisasse così la disciplina del conflitto rilevante – per come individuato *supra* – si dimostrerebbe di accedere alla teoria per cui il voto espresso da *quel* socio sarebbe

dell'azionista che con quel voto perseguisse vantaggi extrasociali per sé o per un terzo in danno alla società. Cfr. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., pp. 37-38. Tuttavia, già il codice di commercio tedesco (HGB) del 1900 prevedeva al §252 che «il socio che mediante una deliberazione deve venire esonerato da responsabilità o liberato da un'obbligazione non ha diritto di voto e non può esercitare tale diritto nemmeno per altri. Lo stesso vale per le deliberazioni che concernono la conclusione di un affare con un socio o l'inizio o la transazione di una lite tra un socio e la società». Addirittura, per superare il problema dell'esclusione dall'esercizio del diritto di voto, al Congresso Internazionale di diritto comparato dell'Aja, tenuto nell'agosto del 1932, tutti i Commissari furono concordi, pur divergendo nelle considerazioni poste a fondamento della loro tesi, sulla necessità di affermare il principio *della relatività del diritto di voto*, e dell'obbligo dell'azionista di esercitarlo in conformità all'interesse sociale. Tra questi commissari, per l'Italia, v'era Ascarelli.

⁽⁷³⁾ Mi sembra di poter affermare che la neutralità rispetto agli effetti sull'impresa sia il limite oltre il quale qualunque tentativo speculativo si infrange. Infatti, se v'è addirittura allineamento tra *risultati* mi sembrerebbe quantomeno difficile argomentare dell'esistenza di un conflitto tra *interessi*, attesa la definizione di interesse sociale che s'è data al capitolo II. Pertanto, le ipotesi astrattamente configurabili sono quelle della contrarietà all'interesse della società, con danno anche solo potenziale; contrarietà all'interesse della società (per ragioni imprenditoriali) ma che, comunque, non comporta un danno alla stessa, costituendo una scelta "neutra" rispetto ai profili patrimoniali dell'ente.

nullo per contrarietà a norma imperativa, comportando un vizio formale della deliberazione che sarebbe così annullabile giacché, sottratto il voto determinante, essa non è più sorretta dalla maggioranza necessaria per la sua approvazione ⁽⁷⁴⁾. Non può accogliersi questa impostazione del problema perché mentre cerca di assicurare una forma di efficienza organizzativa, comprime oltre ogni ragionevole limite lo spazio dell'autonomia privata, di cui l'esercizio del voto è una manifestazione. E non v'è ragione alcuna per delegittimare dal voto un soggetto se questo esercizio dell'autonomia privata non comporta un danno per altri soggetti i cui interessi sono egualmente tutelati dall'ordinamento.

Invero, le ragioni che portano ad escludere un apprezzamento per la configurazione di una regola siffatta sono sostanzialmente legate all'inefficienza di una simile preclusione, atteso che – lo si ripete – sembra fondamentale che, da un punto di vista economico prima che giuridico, elemento ulteriore della fattispecie sia la dannosità per il patrimonio della società della deliberazione adottata: in assenza di un danno – anche solo potenziale – non v'è ragione di impedire l'esercizio del diritto di voto.

Tuttavia, in vari ordinamenti si può rinvenire ancora qualche frammento normativo che, così come prevedeva la legge italiana, esclude la possibilità per il socio di votare quando questi sia in conflitto. In particolare, è questa la posizione dell'ordinamento brasiliano che, rapidamente, è ora il caso di passare in rassegna limitatamente a quelle disposizioni che costituiscono oggetto della ricerca.

La legge brasiliana

⁽⁷⁴⁾ Apparentemente, sembrava essere questa l'interpretazione da darsi all'art. 2373 c.c. nell'immediato vigore del codice del 1942. Contraria, tuttavia, parte autorevole della dottrina, tra cui, per tutti, L. MENGONI, *Appunti per una revisione ...*, cit., pp. 449-ss.

L'art. 115 *Lei das Sociedades por Ações* (LSA) prevede, in un'unica disposizione, una norma volta a regolare quelli che – funzionalmente – sono “conflitti assembleari” e, cioè, sia i casi di abuso del diritto di voto che di conflitto di interessi ⁽⁷⁵⁾.

Senza indugiare troppo sulla norma in questione ⁽⁷⁶⁾, sia concesso metterne in evidenza taluni tratti peculiari. Anzitutto è stabilita una concreta funzionalizzazione dell'esercizio del diritto di voto, dal momento che esso “deve” essere esercitato dall'azionista nell'interesse della società. Si tratta di uno spunto esegetico di non poco momento giacché comporta, implicitamente, una rinuncia *ex ante* al perseguimento di fini egoistici – lecito seppur limitato in altri ordinamenti – ed una primazia assoluta dell'interesse sociale sugli altri interessi *sociali* ma non entificati ⁽⁷⁷⁾. È evidente che una simile reazione dell'ordinamento tradisca un'impostazione fortemente istituzionalista dell'interesse sociale, così tanto protesa sull'esigenza di tutelare

⁽⁷⁵⁾ La norma in parola è, per l'appunto, rubricata “*Abuso do Direito de Voto e Conflito de Interesses*”. Recita così: «*O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.*»

§ 1º *o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.*

§ 2º *Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.*

§ 3º *o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.*

§ 4º *A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.*

⁽⁷⁶⁾ Per ragioni di spazio conviene qui rinviare a N. EIZIRIK, *Art. 115*, in ID., *A Lei das S/A comentada*, Sao Paulo, 2015, pp. 650-ss.

⁽⁷⁷⁾ La dottrina brasiliana, infatti, ritiene che si tratti di un «*direito-função, limitado à consecução do objeto social*»: così R. FERRAZ PIMENTA DA CUNHA, *O exercício de voto na sociedade anonima*, in *Direito Societário. Desanos Atuais* a cura di R.R. Monteiro de Castro – L. Santos de Aragão, Sao Paulo, 2009, p. 249.

l'interesse dell'ente da comprimere – oscurandolo – il diritto di voto, che ne esce così stravolto per esser stato funzionalizzato.

In secondo luogo, pare evidente che vi si trovi una forma di invalidazione del voto allorché esso è esercitato o, dolosamente, per arrecare un danno alla società o ad altri azionisti; ovvero quando sia finalizzato ad ottenere un vantaggio per sé o terzi che comporti o possa comportare un pregiudizio per la società o per gli altri azionisti. Qui la disposizione accosta le ipotesi – separate, invece, nel nostro ordinamento – di abuso della maggioranza e di conflitto di interessi ⁽⁷⁸⁾. La qual cosa è decisamente problematica dal momento che, nel tentativo di disegnare una regola giuridica capace di individuare e sanzionare le condotte *contra legem*, v'è il rischio concreto di una paralisi decisionale che, probabilmente, non si dà solo in ragione della composizione della compagine sociale delle società per azioni brasiliane; nondimeno, la *regula iuris* così implementata corre comunque il rischio di selezionare falsi positivi, ciò che non è mai positivo.

Tuttavia, nella dottrina brasiliana è evidente come l'interesse sociale, mentre non è composto dalla mera sommatoria degli interessi dei soci, è comunque vincolato a due elementi fondamentali: il perseguimento dell'oggetto sociale, cioè la realizzazione delle attività imprenditoriali per cui la società fu costituita; e la produzione di un *surplus* che possa essere ripartito tra gli azionisti ⁽⁷⁹⁾.

Questa visione, sebbene maggiormente moderna ed evoluta rispetto a tradizionali impostazioni istituzionaliste, rischia di svalutare la dimensione del contratto e dell'autonomia privata al punto da renderli inutili.

In antitesi alla impostazione che esclude in modo assoluto l'esercizio del diritto di voto, v'è la soluzione che è indifferente, sempre in modo assoluto, alle situazioni di conflitto.

⁽⁷⁸⁾ Ispirandosi, nel farlo, all'art. 187 Código Civil che, nel disciplinare la figura generale dell'abuso del diritto prevede che «Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes».

⁽⁷⁹⁾ Così N. EIZIRIK, *Art. 115*, cit., p. 654.

6. (segue) L'indifferenza assoluta rispetto alle situazioni di conflitto è una regola inefficiente quanto alla «contaminazione» della volontà assembleare e solo parzialmente efficiente quanto all'attività d'impresa.

Queste impostazioni, appunto, sono caldegiate dagli autori che hanno stimato del tutto irrilevante l'intenzione del socio di perseguire interessi extrasociali, ragion per cui le deliberazioni possono essere riesaminate dal giudice soltanto nei casi indicati espressamente dalla legge ⁽⁸⁰⁾ secondo due modalità alternative: una soggettiva, che consentirebbe al giudice di indagare i motivi che hanno spinto il socio a votare in un certo modo e, se all'esito dell'indagine dovesse emergere che il motivo è quello di realizzare un interesse extrasociale, allora la deliberazione sarebbe viziata e, pertanto, annullabile ⁽⁸¹⁾; un'altra oggettiva, che fonda il potere di indagine del giudice su indizi che «rivelino in modo palese che l'interesse perseguito nel caso non è quello cui è destinata la specifica tutela per mezzo del diritto di voto» ⁽⁸²⁾ concorrente ad approvare una deliberazione dannosa – in atto o anche solo in potenza – per la società e, quindi, annullabile.

La posizione, anche nella giurisprudenza nostrana nell'imperio del codice di commercio, è stata favorevolmente accolta da alcuni ⁽⁸³⁾, specialmente perché la si è

⁽⁸⁰⁾ E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1960, pp. 270-ss.; G. MINERVINI, *Sulla tutela dell'«interesse sociale»*, pp. 330-ss. In giurisprudenza, già Trib. Milano, 20 gennaio 1919, *Marzotto Alessandro e V. E. c. Soc. an. Filatura di lana Gaetano Marzotto e figli*, con nota di A. ASQUINI, *Conflitto di interessi tra il socio ...*, cit., per cui «è irrilevante per la validità delle deliberazioni dell'Assemblea la partecipazione ad essa di soci che abbiano un interesse contrario a quello della società».

⁽⁸¹⁾ È stato questo l'approccio dell'*Aktiengesetz* 1937 § 197 che ammetteva l'impugnabilità di delibere assembleari sul presupposto che «un azionista ha intenzionalmente cercato, mediante l'espressione del diritto di voto, di assicurare a sé o ad altri dei vantaggi particolari estranei alla società con danno di quest'ultima, e la deliberazione è idonea a tale scopo»

⁽⁸²⁾ E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., p. 261.

⁽⁸³⁾ La citata sentenza del Tribunale di Milano del 20 gennaio 1919 stabiliva proprio che «è irrilevante per la validità delle deliberazioni dell'assemblea, la partecipazione ad essa di soci che abbiano un interesse contrario a quello della società», decisione fondata sul presupposto che essendo la società (anonima) per azioni una società di capitali, l'elemento personale – il socio – non viene in considerazione se non in via subordinata e, pertanto, non v'è possibilità che si diano

connessa ad una tutela risarcitoria e non demolitoria conseguente al vittorioso esperimento dell'azione di annullamento delle delibere assunte in conflitto di interessi ⁽⁸⁴⁾.

Ora, mentre certamente questa impostazione ha il pregio di assicurare l'*efficienza* decisionale ⁽⁸⁵⁾, essa tuttavia non convince perché anzitutto fondata esclusivamente su rimedi *ex post*; in secondo luogo perché non assicura la *correttezza* decisionale: infatti, sia nella sua declinazione soggettiva che in quella oggettiva, essa manca di fornire delle indicazioni utili ad individuare esattamente la posizione di conflitto,

conflitti tra socio e società. Ritengo che non sia neppure il caso, alla luce di quanto espresso nei capitoli 1 e 2, dimostrare l'infondatezza di una tale posizione. Per O. BREGLIA, *Conflitti di interesse nelle deliberazioni ...*, cit., p. 656 questa posizione – come pure l'opposta – «peccano di semplicismo e [...] di soverchia superficialità»: così a p. 656.

⁽⁸⁴⁾ Infatti, «la complessità dell'interesse sociale non giustifica l'attribuzione di una tutela demolitoria in capo al socio che abbia una minima partecipazione ponendo nel nulla una deliberazione nella quale l'iniziativa invalidante sia presa dal -titolare di un interesse marginale alla massimizzazione del profitto e alla efficienza dell'impresa sociale. Di qui, con la riforma del 2003 e sulla scia dell'indirizzo comunitario, la scelta legislativa della tutela risarcitoria» così P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, p. 74 Resta solo salva l'azione di recupero della società, senza però la certezza di un adeguato patrimonio aggredibile. «D'altra parte, secondo un giudizio di analisi economica del diritto formulato da Floriano D'Alessandro (F. D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, pp. 709-710) è da dubitare della maggiore efficienza della tutela risarcitoria rispetto a quella invalidante. Quando l'operazione illegittima pregiudica posizioni di carattere collettivo, come nel caso di danno alla società, la tutela obbligatoria protegge esclusivamente gli investitori che la attivano ottenendo una riparazione pecuniaria a carico della società e quindi a danno di tutti gli altri investitori. Deve essere però anche osservato che l'affievolimento legislativo del rimedio della invalidazione delle deliberazioni in conseguenza dell'esercizio del voto in assemblea risponde all'interesse – anch'esso interesse sociale – alla stabilità dell'impresa sociale e alla continuità del suo esercizio in presenza di vizi procedimentali delle deliberazioni, per i quali il legislatore richiede l'iniziativa del socio pregiudicato sulla base di una sua libera scelta, in coerenza con l'indirizzo generale della riforma che fa leva sull'autonomia societaria e affida ai soci l'iniziativa a tutela dei loro interessi»: così A. GAMBINO, *L'interesse sociale e il voto in assemblea*, cit., p. 74.

⁽⁸⁵⁾ Alla quale non è detto che corrisponda un'efficienza imprenditoriale. Infatti, la decisione speditamente assunta anche col voto del socio in conflitto e che può arrecare un danno alla società tutto è meno che efficiente sotto il profilo dell'impresa.

atteso che essa non può estorcersi al votante (quanto a ciò che, subiettivamente, lo anima) né la si può facilmente appurare in modo palese, sì come richiesto dai teorici di una simile reazione ordinamentale.

Allora, a maggior ragione perché non risulta che gli ordinamenti che hanno inteso disciplinare espressamente il fenomeno delle deliberazioni conflittuali abbiano adottato una simile soluzione, conviene relegarla nell'ambito delle pure speculazioni, mentre ci dedicheremo ora ad un'ipotesi centrale per la nostra argomentazione: l'esclusione selettiva del diritto di voto, ipotesi che anticiperà la soluzione dell'intervento della minoranza.

7. (segue) L'esclusione selettiva del diritto di voto consente di contemperare i diversi risultati in termini di efficienza, fissando una regola di *default* che è ulteriormente specificabile dai soci.

Un'ulteriore possibilità che un ordinamento ha è quello di selezionare i casi di conflitto di interessi giuridicamente rilevanti e, per questi, fissare una regola di *default*. Questa, poi, può essere più o meno generale e astratta; più o meno articolata dallo stesso legislatore ovvero dalla autonomia privata, così che i soci possano prevedere le ipotesi *per loro* rilevanti di conflitto di interessi.

Questa impostazione presenta indubbi vantaggi in termini di efficienza e di perseguimento della visione sintetica del socio di controllo (di efficienza imprenditoriale, se si vuole), mentre tutela opportunamente le minoranze assembleari. Infatti, basterebbe prevedere una specifica possibilità di recesso dalla società nel caso di modifiche ad un'eventuale clausola statutaria che preveda e disciplini specifiche ipotesi di conflitto assembleare per assicurare una protezione "economica" al socio astenuto o dissenziente ⁽⁸⁶⁾.

⁽⁸⁶⁾ In verità, il rimedio dell'*exit* comporta taluni problemi che in questa sede non si riusciranno a sviluppare. Con riferimento, invece, allo spazio appropriabile dall'autonomia privata nella definizione del problema del conflitto di interessi assembleare, credo sia di parecchio interesse lo statuto sociale della Juventus F.C. s.p.a., così come approvato dall'assemblea straordinaria del 18 ottobre 2011 e aggiornato a seguito delle modifiche statutarie deliberate dal consiglio di

Ora, il legislatore italiano certamente prevede ipotesi in cui il conflitto è rilevante: si pensi alla disposizione di cui al comma 2 dell'art. 2373 c.c. Ma, tuttavia, vi sono anche ipotesi non espressamente disciplinate di conflitto di interessi le quali, tuttavia, alla luce della disciplina delle deliberazioni conflittuali trovano una semplice e lineare spiegazione.

Si pensi, a titolo d'esempio, all'ipotesi del recesso da società per azioni: con la dottrina più moderna, sembra di potersi sostenere che nel periodo che intercorre tra la dichiarazione di recesso e la liquidazione del valore delle azioni, il socio receduto si trovi nell'impossibilità di esercitare taluni diritti amministrativi, tra cui certamente rientra il diritto di voto, a meno che ciò non sia funzionale a tutelare la sua posizione "ibrida" di creditore munito di *status socii*. La ragione di ciò consiste, a mio avviso, nel conflitto irresolubile tra gli interessi – oramai (quasi) tutti extrasociali – di un soggetto che ha manifestato di voler senza ripensamenti abbandonare la compagine sociale; e l'interesse della società medesima, la quale, invece, continua ad esistere a ad operare.

amministrazione del 27 giugno 2012 per adeguamento alle disposizioni della legge 120/2011. In particolare, lo statuto in parola, prevede, all'art. 8 che:

«Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2373 c.c. è in conflitto di interesse:

a) chiunque abbia diritti di voto nell'assemblea della società in misura superiore al 2% (due per cento) del capitale della società ove sia contemporaneamente titolare di tanti diritti di voto in un'altra società calcistica affiliata alla F.I.G.C. della sfera professionistica pari alla percentuale necessaria ad assicurargli il controllo di detta altra società ai sensi del comma 1, punti 1 e 2 dell'art. 2359 c.c.;

b) chiunque abbia diritti di voto nell'assemblea della società in misura superiore al 10% (dieci per cento) del capitale della società ove sia contemporaneamente titolare di tanti diritti di voto in un'altra società calcistica affiliata alla F.I.G.C. della sfera professionistica pari ad una percentuale del capitale di detta altra società superiore al 2% (due per cento) ma inferiore a quella di cui alla precedente lettera a).

Ai fini del calcolo delle predette percentuali si dovrà tener conto di tutti i diritti di voto esercitabili, direttamente o indirettamente, anche tramite società controllanti, controllate o collegate, o a mezzo di interposta persona, ovvero in base a pegno, usufrutto o altro diritto o ad accordi con altri azionisti.

Il partecipante all'assemblea che si trovi in una delle situazioni di conflitto di cui sopra dovrà dichiarare, sotto la propria responsabilità, tale situazione».

Si potrebbero descrivere altre fattispecie che, ritengo, potrebbero spiegarsi ricorrendo al conflitto di interessi anziché ai doveri fiduciari e all'obbligo di correttezza nell'esecuzione del contratto. Tuttavia, si rinvia questa opera di vaglio casistico ad una trattazione successiva.

Per adesso, conviene indagare se vi sia una legislazione, oltre quella italiana, che abbia pensato a ipotesi di esclusione selettiva del diritto di voto in caso di conflitto d'interessi assembleare.

Ora, una delle legislazioni probabilmente più moderne in punto di conflitto di interessi del socio è quella spagnola che, da poco, ha modificato la disposizione che regola la fattispecie che qui ci interessa, provvedendo il legislatore ad elencare una serie di casi "tipici" di conflitto di interessi: egli, in quest'opera di tipizzazione, ha ritenuto – *ex ante* – che vi fosse un'incompatibilità assoluta tra l'interesse del socio e quello della società nei casi che ha elencato.

La legge spagnola

Il diritto societario spagnolo ha subito una radicale riforma in seguito all'emanazione del *Real Decreto Legislativo 1/2010*, del 2 luglio 2010, con il quale si è approvato il testo della *Ley de Sociedades de Capital* (LSC). Il processo organico di riforma non si è però arrestato ma è, anzi, continuato – tra gli altri interventi normativi – con la *Ley 31/2014*, del 3 dicembre 2014, con la quale si è modificata la *Ley de Sociedades de Capital* per il miglioramento del governo societario, entrata in vigore a far data dal 24 dicembre 2014.

Tra le disposizioni innovate dal Legislatore del 2014, particolare importanza riveste la novella dell'art. 190 LSC che disciplina la fattispecie del conflitto d'interessi assembleare ⁽⁸⁷⁾. Ancora, il "nuovo" comma 3 introduce il regime generale applicabile

⁽⁸⁷⁾ Anzitutto, questa è una norma che trova applicazione sia per le società anonime che per le società a responsabilità limitata: ciò costituisce una novità rispetto al previgente art. 190 LSC, introdotto nel 2010, col quale si prevedeva sì una espressa disciplina del conflitto d'interessi assembleare ma solo con riferimento alle società a responsabilità limitata; disciplina, tra l'altro,

ai casi di conflitto d'interessi: il socio in conflitto potrà esercitare il diritto di voto anche se in conflitto, introducendo la speculare possibilità per il socio affetto negativamente dalla deliberazione di impugnare la deliberazione dovendo provare la contrarietà della stessa all'interesse sociale, mentre sulla società ovvero sul socio – o sui soci – in conflitto graverà l'onere di provare l'allineamento tra l'interesse perseguito con la deliberazione e l'interesse sociale. Da ultimo, allorquando il conflitto di interessi affetta deliberazioni che abbiano ad oggetto la posizione che il socio riveste in uno degli organi sociali – un conflitto, se si vuole, “posizionale” – si applicherà il regime comune delle impugnazioni delle deliberazioni, nel senso, cioè, che spetterà sempre ai ricorrenti dimostrare la contrarietà della deliberazione all'interesse sociale.

È bene, dunque, analizzare brevemente la disposizione di cui all'art. 190 LSC. Il primo comma dell'articolo in commento ha una funzione tipizzante: individua la disciplina applicabile a talune fattispecie di conflitto d'interessi identificate *ex ante* dal Legislatore in ragione – evidentemente – della loro significativa problematicità per la vita della società. Ma non è questa la caratteristica che più colpisce il giurista italiano, giacché anche l'analoga norma del codice civile prevede due ipotesi tipiche di conflitto d'interessi all'art. 2373, comma 2 c.c. Più nello specifico, infatti, ciò che colpisce della disciplina spagnola è la proibizione assoluta per il socio in conflitto d'interessi di esercitare il proprio diritto di voto allorquando la deliberazione abbia ad oggetto (a) l'autorizzazione al trasferimento di azioni la cui circolazione sia limitata dalle legge o dallo statuto; (b) l'esclusione del socio dalla società; (c) la liberazione da un debito dovuto ovvero il riconoscimento di un credito vantato dal socio nei confronti della società; (d) la prestazione di assistenza finanziaria, anche nella forma di garanzie a vantaggio del socio; (e) dispensa dagli obblighi derivanti dal dovere di lealtà di cui all'art. 230 della medesima legge (se il socio è anche amministratore) ⁽⁸⁸⁾.

introdotta nell'ordinamento societario spagnolo per tramite dell'art. 52 della *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada* del 1995. Così, è venuto meno uno dei tratti – ritenuto fondamentale – di differenziazione tipologica tra società anonima e società a responsabilità limitata. In secondo luogo, viene ampliata la lista di fattispecie tipiche di conflitto d'interessi.

⁽⁸⁸⁾ Il primo comma dell'articolo in parola precisa, altresì, che, quanto alle società anonime, i casi *sub a)* e *b)* rileveranno solo allorquando il divieto in essi contemplato sia espressamente previsto

Chiaramente l'elenco di cui al comma 1 (che codifica, specificandolo, il principio *nemo iudex in causa sua* in materia di diritto societario), benché dettagliato, non può essere esaustivo né rappresentare un *numerus clausus*: così, dunque, il comma 3 dell'articolo *de quo* si preoccupa immediatamente di disciplinare i casi diversi da quelli enumerati dal Legislatore (che, rispetto alla speciale e restrittiva disciplina loro applicabile, costituiscono sì un *numerus clausus*), sebbene prevedendo una disciplina radicalmente diversa da quella applicabile alle ipotesi di cui al comma 1. Tale disciplina è, poi, contenuta nel comma 2. Si tratta, infatti, di una regola per il computo delle azioni ammesse al diritto di voto, con un evidente incidenza sulla determinazione del *quorum* deliberativo: le azioni o le partecipazioni del socio in conflitto di interessi devono essere dedotti dal capitale deliberativo per il calcolo della maggioranza. Al contrario, per i casi diversi da quelli di cui al comma 1, troverà applicazione una norma simile a quella contenuta nell'art. 2373, comma 1 c.c. italiano: il socio potrà sì esercitare il diritto di voto ma, allorquando la deliberazione sia assunta col voto determinante del socio in conflitto, in caso di impugnazione, spetterà alla società – ovvero al socio o ai soci in conflitto d'interessi – l'onere della prova della conformità dell'accordo all'interesse sociale. Specularmente, spetterà a chi impugna la deliberazione dimostrarne il vizio in ragione del conflitto d'interessi (secondo la più generale regola processuale *onus probandi incumbit ei qui dicit*). Tale regola, inoltre, si estende a tutti i soggetti legittimati ad impugnare (per il combinato disposto degli artt. 205 e 206 LSC). Fanno eccezione le decisioni in materia di nomina, cessazione, revoca e azione di responsabilità degli amministratori (e ogni altra situazione analoga) in cui il conflitto d'interessi inerisca alla posizione rivestita dal socio all'interno della società: in questi casi, infatti, si verifica un aggravamento dell'onere della prova, nel senso che

nelle clausole statutarie che limitano il libero trasferimento delle azioni ovvero l'esclusione del socio dalla società. Questa parte della disposizione si spiega in ragione del fatto che, mentre nella società a responsabilità limitata il trasferimento delle azioni non può mai essere completamente libero (ex art. 107 LSC) e la legge individua precisi motivi di esclusione del socio (ex art. 350 LSC), nella società anonima le limitazioni al trasferimento delle azioni sono possibili solo in forza di una specifica clausola statutaria a ciò orientata (ex art. 123 LSC) e l'azionista può essere escluso dalla società solo quando ciò sia previsto dallo statuto (ex art. 351 LSC). Ad ogni modo, in ragione del tenore letterale della norma, sembrerebbe che le clausole in parola dovrebbero anche prevedere un'espressa limitazione del diritto di voto.

spetterà ai ricorrenti dimostrare non soltanto il conflitto d'interessi bensì anche la determinanza marginale del voto in conflitto ai fini dell'approvazione della deliberazione, nonché il pregiudizio per la società che deriverebbe dall'assunzione della decisione assembleare (introducendo, così, una "prova di resistenza", coerentemente con quanto previsto dall'art. 204, comma 3, lettera d) LSC).

Evidentemente, tra i diversi percorsi astrattamente percorribili nell'affrontare il conflitto d'interessi assembleare, il Legislatore spagnolo ha adottato – almeno in parte e in forma circostanziata – la forma più rigorosa: limitare, fino a proibirlo, il diritto di voto – *rectius*: la legittimazione al voto – del socio in conflitto d'interessi ⁽⁸⁹⁾.

Ora, l'ambito soggettivo di applicazione del dovere di astensione dal votare include – certamente – il socio che sia direttamente portatore di un interesse in conflitto con quello sociale. Più difficile capire se il dovere di astensione si applichi anche in caso di "conflitto indiretto" (ad es., la deliberazione beneficia un terzo legato direttamente al socio, il quale ottiene sì un beneficio particolare, ma indirettamente). In un caso del genere si possono prospettare almeno due interpretazioni della norma: una, più

⁽⁸⁹⁾ Questo limite si ispira alla simile prescrizione prevista in materia di decisioni gestorie: l'amministratore in conflitto deve, *ex art. 228 comma 1, lettera c) LSC*, astenersi dal votare, sul presupposto che il suo voto in conflitto sia intrinsecamente contrario all'interesse della società. La medesima presunzione vige anche con riguardo alle deliberazioni di cui al comma 1 in cui si assume che gli interessi del socio siano in conflitto con l'interesse della società. Tale approccio svalorza la profonda differenza che intercorre tra l'esercizio del diritto di voto da parte del socio e da parte dell'amministratore: seguendo una visione che potrebbe definirsi marcatamente "istituzionalista" dell'interesse sociale, il Legislatore spagnolo ritiene che il socio di maggioranza versi in una situazione intrinsecamente conflittuale rispetto all'interesse sociale e che egli persegua necessariamente il proprio interesse personale – extra-sociale, evidentemente – anziché quello della società. Paragonando dunque l'amministratore – titolare di un incarico gestorio che, per definizione, può dar luogo a conflitti d'interesse tra gestito e gestore – al socio di maggioranza, la riforma svilisce la portata del principio di corrispettività tra potere (dell'investitore) e rischio (dell'investimento). Ciò, in uno con il parallelo svilimento del principio maggioritario entro l'assemblea delle società di capitali: infatti, assumere che il socio di maggioranza sia sempre in conflitto mentre il socio di minoranza persegua sempre l'interesse sociale, significa disconoscere la possibilità che, allorquando il socio di minoranza vota, non lo fa sempre *uti socius* ma – ed è una possibilità concreta – *uti singulus*. Ciò, altresì, potrebbe (*rectius*: può) compromettere il funzionamento dei gruppi societari, all'interno dei quali più rilevante è il problema del conflitto d'interessi assembleare, così come anche s'è cercato di dimostrare *supra* al capitolo I, paragrafo 5.

restrittiva e che valorizza il tenore letterale della disposizione, lascerebbe propendere per l'inapplicabilità del divieto di voto nel caso di "conflitto indiretto"; una seconda, più garantista e – forse – più rispettosa dello spirito della legge, indurrebbe a ritenere applicabile il dovere di astensione anche alle situazioni in cui il conflitto sia presente ma non sia direttamente riconducibile al socio che esercita il diritto di voto ⁽⁹⁰⁾.

Chiaramente, la proibizione assoluta di esercizio del diritto di voto si applica per i punti all'ordine del giorno che ricadano nelle situazioni preventivamente individuate dal Legislatore spagnolo al comma 1; né, tantomeno, tale proibizione può comportare alcuna altra compressione dei diritti spettanti al titolare dello strumento finanziario che lo legittima al voto (ad es., il diritto d'informazione in assemblea).

Come può agevolmente intendersi, di cruciale importanza è il ruolo del presidente dell'assemblea, il quale dovrà dedurre dal *quorum* deliberativo i voti confliggenti, decidendo, anzitutto, se concedere l'esercizio del diritto di voto al socio in conflitto ⁽⁹¹⁾.

Decisamente diversa, allora, sembra essere la regola di cui all'art. 2373 c.c. italiano: la revisione *ex post* della deliberazione, allorquando ricorrano sia (i) la determinanza del voto espresso dall'azionista in conflitto d'interessi, sia (ii) il potenziale danno (patrimoniale) per la società, nel tentativo di garantire che la decisione sia oggetto del sindacato del giudice solo quando i soci (di minoranza) astenuti o dissenzienti – ovvero gli amministratori o i sindaci – decidano di sottoporre la deliberazione ad una revisione giudiziale *ex art. 2377*, comma 2 c.c., così da poter salvaguardare l'interesse della società.

Ritengo che il tentativo operato dal legislatore spagnolo vada nel senso di dotare l'ordinamento di una disciplina flessibile al punto giusto e che anticipi la soluzione

⁽⁹⁰⁾ D'altro canto, anche la Direttiva Azionisti ha fatto intendere che in conflitto si trovi non già il solo socio bensì "colui il quale esercita il diritto di voto", ampliando così l'ambito di tutela dell'interesse sociale per tramite della tutela delle minoranze assembleari. Un'applicazione "estensiva", tra l'altro, ha il pregio di facilitare il processo di determinazione della decisività del voto confligente nel caso in cui, ad esempio, esistano sindacati di voto o, comunque, allorquando altri soci votino concordemente col socio in conflitto.

⁽⁹¹⁾ Tale decisione può formare, com'è ovvio, oggetto di autonoma revisione giudiziale.

dei conflitti, soprattutto in presenza di un sistema giudiziale appesantito dalla mole del contenzioso.

Adesso, col conforto ulteriore che è garantito dal dato comparatistico e funzionale, è possibile muovere alla prospettazione di una diversa soluzione del conflitto assembleare, senza per ciò proporre riforme *de jure condendo* bensì impingendo nel vasto bacino dell'autonomia statutaria.

Per farlo, sarà opportuno brevemente fare qualche notazione in materia di intervento della minoranza nel procedimento deliberativo e criteri di revisione giurisdizionale delle decisioni sociali ⁽⁹²⁾.

8. L'intervento della minoranza nel procedimento deliberativo non riguarda i casi di conflitto assembleare, difettando dell'elemento della marginalità del voto nell'approvazione della deliberazione dannosa. Lo scrutinio del giudice: il rapporto tra *entire fairness standard of review* e *business judgment rule* dà ragione della scelta legislativa che privilegia l'efficienza dell'attività d'impresa, secondo il canone della correttezza procedimentale nella formazione della volontà assembleare. La «ratifica» delle decisioni gestorie mediante una *majority-of-the-minority rule* è un'ulteriore conferma della rilevanza di un principio maggioritario «rafforzato».

Come si è già avuto modo di dire, mi pare che alla luce delle considerazioni sull'interesse sociale svolte nel capitolo II e quelle sull'interesse del socio di controllo di cui al capitolo I possa affermarsi che, anche nel nostro ordinamento, il sindacato del giudice è necessariamente limitato ad un controllo formale di correttezza procedimentale: solo in mancanza del rispetto dei presidi formali, dunque, egli potrà indagare la bontà dell'operazione ed il rispetto degli obblighi fiduciari che, al

⁽⁹²⁾ In verità, i criteri di cui si parlerà attengono a decisioni gestorie. Tuttavia, si prenderanno a riferimento per sottolineare la tendenziale impossibilità per un organo giudicante di asseverare le decisioni *imprenditoriali* assunte entro lo schema corporativo, secondo i procedimenti voluti e disciplinati dal legislatore medesimo. Credo che, al netto di qualche pur necessaria semplificazione, un riferimento di tal genere sia utile per completare l'*iter* argomentativo che si è proposto in questo lavoro.

contrario, si daranno per rispettati laddove il procedimento venga seguito scrupolosamente.

La procedimentalizzazione del diritto societario, d'altro canto, risponde ad esigenze di efficienza nella conduzione e gestione dell'attività d'impresa: d'altronde, l'attività stessa è serie procedimentalizzata di atti e, pertanto, le è connaturata una struttura fasica, che avanza per atti gli uni preordinati e prodromici agli altri.

Soprattutto se si guarda al diritto dei mercati finanziari, ci si renderà agevolmente conto della bontà di queste affermazioni. Mi riferisco, in particolar modo, ai casi di c.d. "sterilizzazione" del voto della parte in conflitto della compagine sociale in luogo della annullabilità *ex post* della deliberazione⁽⁹³⁾.

Rapidamente, e prima di presentare alcune possibili soluzioni dei conflitti assembleari che discendono dalle novità normative appena citate, corre l'obbligo di rammentare che, recependo un dibattito statunitense sul ruolo dell'assemblea dei soci, anche il legislatore europeo ha optato per una demarginalizzazione dell'assemblea rispetto agli altri organi sociali e, in particolar modo, rispetto all'organo amministrativo. Si è cercato, in buona sostanza, di rimettere l'assemblea al centro, incentivando condotte di attivismo dei soci – per lo più investitori istituzionali – in una prospettiva di investimento di durata⁽⁹⁴⁾. Come altri casi di *legal transplant* o, comunque, di influenza subita allorquando si disciplini un dato fenomeno, le

⁽⁹³⁾ Cfr. M. NOTARI, *La sterilizzazione del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, pp. 743-ss.; F. GUERRERA, *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*, in *RDS*, 2015, pp. 94-ss.

⁽⁹⁴⁾ Nel nostro ordinamento, si è addirittura fatto ricorso allo strumento delle azioni a voto multiplo e maggiorato che, tuttavia, hanno ulteriormente allentato il nesso tra potere deliberativo e rischio dell'investimento. Si è, così, inverato uno spostamento del cuore del sistema, passando dalla centralità della esposizione economica alla centralità del potere di voto. Forse, si potrebbe affermare che un siffatto spostamento non s'è mai inverato: ciò che intendo dire è che, ferma la centralità del potere di voto, si è semplicemente rotto il binomio esposizione economica-diritto di voto. Sul punto, comunque, come sempre estremamente lucide e arricchenti le considerazioni di F. GUERRERA, *Azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto: profili dell'invalidità delle delibere per conflitto d'interesse e abuso di maggioranza*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto* a cura di U. Tombari, Torino, 2016, pp. 43-ss

soluzioni prescelte non sembrano essere delle migliori, per varie ragioni. Tra le tante, è bene ricordare, incidentalmente, come nell'ordinamento statunitense i poteri dei soci siano molto limitati, per lo più riducibili alla possibilità che questi hanno di eleggere e rimuovere gli amministratori, nonché proporre azioni volte all'accertamento della violazione dei doveri fiduciari che questi ultimi hanno nei confronti della società⁽⁹⁵⁾. Si potrebbe, tuttavia, affermare che anche l'ordinamento italiano si sta muovendo in quella direzione. Credo, però, alla luce di quanto fin qui detto che le cose non stiano esattamente così. Per dimostrarlo, è bene ritornare ai fenomeni di c.d. "sterilizzazione" cui poco fa ho fatto riferimento.

In particolare, ritengo possano prendersi in considerazioni le seguenti ipotesi: (i) il *whitewash* nella disciplina delle operazioni con parti correlate⁽⁹⁶⁾; (ii) il *whitewash* nella disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie⁽⁹⁷⁾. In ragione del tema della ricerca, credo sia necessario non occuparsi dell'analisi dell'ipotesi di *whitewash* prevista dall'art. 8 co. 1, lett. c) RPC giacché questa si occupa di delibere consiliari e non già assembleari⁽⁹⁸⁾.

Venendo alle ipotesi di *whitewash* assembleare contenute nel RPC, occorre distinguere due diverse fattispecie: la prima, riguarda l'operazione con parti correlate che, pur di competenza assembleare, deve approvarsi in presenza di un avviso

⁽⁹⁵⁾ Cfr. R.C. CLARK, *Corporate Law*, cit., pp. 21-24, 93-140.

⁽⁹⁶⁾ Essa è ovviamente di fonte regolamentare e, precisamente, la si ritrova nel regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni ("RPC" o "Regolamento delle operazioni con Parti Correlate").

⁽⁹⁷⁾ Ex art. 49 del regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come da ultimo modificato con la delibera CONSOB n. 17731 del 5 aprile 2011 ("RE" o "Regolamento Emittenti").

⁽⁹⁸⁾ In buona sostanza, per le operazioni di maggior rilevanza è opportuno «c) che il consiglio di amministrazione approvi l'operazione previo motivato parere favorevole del comitato indicato nella lettera b) sull'*interesse della società* al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni, ovvero, in alternativa, che siano applicate altre modalità di approvazione dell'operazione che assicurino un *ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati*» (enfasi aggiunte). Sulla qualificazione giuridica di questa *modalità* del votare, si v. M. NOTARI, *La sterilizzazione del voto ...*, cit., p. 748, spec. nt. 8.

contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti ⁽⁹⁹⁾; la seconda, invece, attiene all'intervento assembleare per approvare e *ratificare* una operazione di competenza gestoria per la quale gli amministratori o i consiglieri indipendenti abbiano dato parere negativo ⁽¹⁰⁰⁾.

Quanto alle ipotesi contenute nel Regolamento Emittenti, non è scopo di questa ricerca analizzare compiutamente la disciplina ivi prevista. Sia sufficiente sottolineare che da queste norme regolamentari si evince come i soci, al ricorrere di taluni requisiti, si possono dividere in "sterilizzati" e non: i primi, evidentemente, sono tutti i soci – ma, ai fini che qui rilevano, sarebbe più opportuno dire "i votanti" – che hanno un interesse diretto nell'operazione e, pertanto, le loro azioni non vengono conteggiate nel computo volto ad accertare il corretto funzionamento del meccanismo del *whitewash*. Infatti, a differenza delle ipotesi di sospensione del diritto di voto, con questo particolare meccanismo si inverte una parziale sterilizzazione dei voti, poiché il diritto dei soci da sterilizzare (cioè quelli interessati) non è sospeso, bensì viene esercitato e concorre alla formazione della deliberazione posta in votazione. «La sterilizzazione si risolve, infatti, nel *privare il voto di alcuni soci di "una parte" dei propri effetti*, pur con le diverse modalità» proprie di ogni fattispecie tipica ⁽¹⁰¹⁾.

⁽⁹⁹⁾ Cfr. art. 11 co. 3 RPC: «Qualora, in relazione a un'operazione di maggiore rilevanza, la proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea sia approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, le procedure, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge, contengono regole volte *ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione*. Le procedure possono prevedere che il compimento dell'operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento» (enfasi aggiunta).

⁽¹⁰⁰⁾ Cfr. art. 8 co. 2 RPC: «Le procedure possono prevedere, ferme le previsioni statutarie richieste dalla legge, che il consiglio di amministrazione possa approvare le operazioni di maggiore rilevanza nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti, *purché il compimento di tali operazioni sia autorizzato*, ai sensi dell'articolo 2364, comma 1, numero 5), del codice civile, *dall'assemblea*, che delibera conformemente a quanto previsto dall'articolo 11, comma 3» (enfasi aggiunta).

⁽¹⁰¹⁾ Così si esprime M. NOTARI, *La sterilizzazione del voto ...*, cit., p. 761.

In buona sostanza, le operazioni rispetto alle quali il meccanismo descritto opera sono quelle che possono configurarsi come “pericolose” per una parte della compagine sociale (presumibilmente di minoranza) la quale, dunque, viene chiamata ad esprimersi come se fosse un corpo separato rispetto al resto dell’assemblea secondo le modalità che in ambiente statunitense sono proprie del c.d. *majority-of-the-minority vote* ⁽¹⁰²⁾.

Orbene, mi pare che questo sia, sostanzialmente, il caso che si dà ogniqualvolta si debba approvare una delibera assembleare e il socio di maggioranza/controllo si trovi in una situazione per cui, con l’approvazione di quella delibera, egli persegue un interesse extrasociale, col rischio di poter arrecare un danno alla società.

All’esito del percorso ricostruttivo, dunque, conviene adesso interrogarsi sull’adeguatezza della norma italiana in materia di conflitto d’interessi, così da proporre, se del caso, un’integrazione *de jure condito* della disciplina esistente, ricorrendo all’autonomia statutaria, al fine di raggiungere sistemi più efficienti di tutela.

9. Sintesi. È la norma italiana in materia di conflitto di interessi assembleare adeguata rispetto alle finalità che si propone?

Dunque, la norma in materia di conflitto di interessi ha a cuore che (i) il procedimento deliberativo non venga inquinato da voti “conflittuali”; (ii) che la società non subisca danni dalla delibera approvata col voto determinante di chi versava in conflitto di interessi. Per far ciò, essa prevede una doppia prova di resistenza e, per contemperare con queste esigenze quella di assicurare il libero esplicarsi dell’autonomia privata, consente al socio in conflitto di esercitare comunque il suo diritto di voto, atteso che quella deliberazione potrà poi essere impugnata ai sensi dell’art. 2377 c.c. se supererà ambedue le prove di resistenza.

⁽¹⁰²⁾ Cfr. Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, in 91 *Cal. L. Rev.*, 2003, pp. 393-ss e, in particolare, pp. 402-ss. In giurisprudenza, v. *Kahn v. Lynch Commc’n Sys., Inc.*, 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994).

Poiché, come si è detto, l'obiettivo del legislatore deve essere, ad un tempo, quello di evitare la contaminazione del procedimento deliberativo mentre assicura la possibilità di raggiungere l'efficienza imprenditoriale, ritengo che un rimedio *ex ante*, combinato con la possibilità di esperire rimedi *ex post* (risarcitori) sia la modalità più efficiente di realizzazione di una forma di giustizia concreta entro l'ordinamento delle società per azioni.

Ma come raggiungere questo risultato? Certamente non mediante la norma di cui all'art. 2373 c.c. così come essa oggi è pensata. Infatti, credo sia emerso come essa costituisca un rimedio inefficiente e dispendioso, con costi elevati di ricerca della prova e approntamento di tutto l'impianto probatorio volto a rimuovere la deliberazione dannosa; e con effetti apparentemente perversi, dal momento che il risarcimento proviene dalla società e, dunque, ciascun socio che possa – e voglia – impugnare la deliberazione si ritroverà a pagare a sé medesimo, *pro quota*, una parte del danno subito ⁽¹⁰³⁾.

Ora, certamente vi può essere un modo per attenuare questi profili problematici; uno che passa dall'autonomia statutaria concessa dall'ordinamento alle parti. Al cortese lettore non sarà certamente sfuggito il passaggio svolto nel paragrafo precedente, logicamente preordinato a quanto ora si dirà e che, ritengo, ha forse già svelato più di quanto intendessi fare.

La proposta sta, dunque, in questi termini ⁽¹⁰⁴⁾: atteso che l'art. 2373 c.c. – in unica lettura con l'art. 2368 co. 3 c.c. – prevede che il socio possa dichiarare di essere in conflitto e, pertanto, di volersi astenere dalla deliberazione; atteso che sempre l'art. 2373 c.c., al secondo comma però, prevede un'ipotesi tipica di *esclusione* dal diritto di voto (che certamente non comprende tutte quelle astrattamente prevedibili); perché non disegnare una clausola statutaria che, un po' come fatto dal legislatore spagnolo

⁽¹⁰³⁾ Evidentemente non è questo ciò che, in punto di diritto, esattamente avviene. E, però, l'effetto concreto è proprio quello descritto: del resto, di là dalle osservazioni fatte al secondo capitolo circa le pretese patrimoniali dei soci sulla società, mi pare che la descrizione un po' rozza appena fatta renda bene l'idea.

⁽¹⁰⁴⁾ Termini che valgono, così, a non rendere necessario un apposito intervento normativo: al contrario, ritengo che questa proposta possa, invece, essere adottata in via statutaria dalle società per azioni interessate.

o dal redattore dello statuto della Juventus F.C. s.p.a., preveda delle ipotesi tipiche di conflitto di interessi, in ragione della particolare *struttura corporativa e attività imprenditoriale* condotta da quella specifica società? Il contenuto regolamentare di questa clausola, poi, non si limiterebbe ad individuare le ipotesi tipiche di conflitto, ma andrebbe oltre: mutuando dalla disciplina delle società quotate il sistema del *whitewash*, permetterebbe al socio in conflitto di dimostrare la non pericolosità della sua scelta per l'interesse sociale e demanderebbe ad una *majority-of-the-minority* (ai soci non sterilizzati, cioè) di approvare la deliberazione, escludendo così la possibilità di impugnare *ex post* quella delibera. La minoranza di quella specifica assemblea, infatti, votando secondo un meccanismo simile al *whitewash* a favore di una data operazione rispetto alla quale il socio di maggioranza si trova in conflitto, dismettono – come classe – il proprio interesse all'impugnativa. Ovviamente, in coerenza con quanto si è detto *supra* in materia di interesse sociale, se le motivazioni addotte dal socio di maggioranza non sono sufficientemente convincenti, la possibilità per l'organo gestorio o di controllo di impugnare quella deliberazione rimane intatta, ai sensi dell'art. 2377 co. 2 c.c.

Insomma: ciò che propongo è che la norma attuale venga mantenuta così com'è, quale presidio generale avverso le ipotesi di conflitto di interessi più disparate che possono darsi nella concreta vita delle società per azioni italiane. Tuttavia, auspico che l'autonomia statutaria specifichi quella norma generale, prevedendo ipotesi tipiche di presunzione di conflitto. Colui il quale, poi, verserà in quella posizione di conflitto, per partecipare alla votazione, dovrà addurre prove sufficienti a dimostrare che, ove la delibera fosse approvata, non vi sarebbe danno per la società. Su quella dimostrazione voterà la restante parte del capitale e, così facendo, sterilizzerà il conflitto pur esistente.

I vantaggi di un simile sistema sono molteplici. Anzitutto, consentono una maggiore stabilità alle deliberazioni così assunte, dal momento che non sarà poi invocabile il rimedio di cui all'art. 2377 c.c.; in secondo luogo, meglio compone i conflitti assembleari, assicurando che il procedimento decisionale non sia inquinato. In buona sostanza, raggiunge entrambi gli obiettivi che un legislatore avveduto s'è detto dover avere in mente allorché disciplina i conflitti di interesse assembleari.

CONCLUSIONI

La legge seleziona gli interessi meritevoli di tutela, disciplina le ipotesi di conflitto tra interessi egoistici ed interessi entificati, differenzia la disciplina rimediale in base alla estraneità o meno dell'interesse egoistico rispetto a quello entificato.

In apertura di questo lavoro di ricerca ci si era prefissati di avventurarsi nella selva degli interessi del socio di maggioranza/controllo nelle società per azioni, per giungere alla radura dell'interesse sociale dove due fazioni, per lungo tempo, si sono contese il campo.

Il tentativo di pacificazione e riconciliazione era tutto funzionale al successivo processo di studio del conflitto di interessi assembleare.

Ora, quanto all'interesse del socio di controllo di società per azioni, si è detto che esso sarà *extrasociale* e "perverso" ogniqualvolta rappresenti la proiezione dello scopo *extrassociativo* del socio su risultati associativi: il motivo che spingerà il votante ad approvare una data delibera, dunque, sarà la possibilità di estrarre una porzione di ricchezza più che proporzionale rispetto ai propri diritti patrimoniali.

Quanto alle società per azioni chiuse, questa forma di interesse si apprezzerà meglio avendo riguardo alla dimensione del "contratto" e, cioè, alla dimensione dei rapporti tra soci (normalmente pochi e capaci di scegliere in autonomia se partecipare o meno all'impresa sociale, così aderendo alla visione sintetica del socio di controllo); quanto alle società per azioni aperte – e, soprattutto, quotate – l'interesse sarà tanto più perverso quanto più si distacchi dalla visione *sintetica* del socio di controllo, così come presentata agli "investitori"; quanto ai gruppi di società, vale un criterio analogo, sebbene debba tenersi in considerazione l'interesse del socio controllante *alla* direzione e coordinamento, proprio perché elemento integrante la sua visione sintetica dell'impresa (evidentemente organizzata nella forma di coordinamento tra società diverse).

Con riferimento, invece, all'interesse della società – o interesse sociale – si è detto che alcune persone (fisiche o giuridiche) ricevono dall'ordinamento la possibilità di introdurre nel mondo del diritto nuovi enti che, per il tramite di strutture deliberative

complesse e dell'esistenza di un rapporto organico, possono manifestare nel mercato la propria volontà, agendo alla stregua di persone naturali. L'interesse della società, così, si sviluppa anzitutto nel mercato, pur nascendo entro i confini rassicuranti del tipo prescelto dai soci. Questi, poi, mediante la nomina dell'organo gestorio, deputato a gestire l'attività economica per loro delega, ipostatizzeranno l'interesse sociale, consegnandolo nelle mani degli amministratori che rispetteranno non soltanto i limiti interni su di loro gravanti in forza di vincoli fiduciari, ma anche quelli esterni che trovano un proprio esempio paradigmatico nella norma in materia di azione di responsabilità esercitata dai creditori.

Così, si ha avuto la possibilità di porre questi due interessi in conflitto, per capire come l'ipotetica situazione conflittuale sia stata risolta in passato nel nostro ordinamento; come essa sia risolta da altri ordinamenti; come è bene risolverla alla luce di alcune novità normative che rispondono a concrete esigenze del mondo economico.

Si è suggerito, allora, di mantenere la norma attuale di cui all'art. 2373 c.c. quale presidio generale avverso le ipotesi di conflitto di interessi più disparate che possono darsi nella concreta vita delle società per azioni italiane. Tuttavia, l'auspicio è stato nel senso di veder operare l'autonomia statutaria, così che questa specifichi quella norma generale, prevedendo ipotesi tipiche di presunzione di conflitto. Colui il quale, poi, verserà in quella posizione di conflitto, per partecipare alla votazione, dovrà addurre prove sufficienti a dimostrare che, ove la delibera fosse approvata, non vi sarebbe danno per la società. Su quella dimostrazione voterà la restante parte del capitale e, così facendo, sterilizzerà il conflitto pur esistente.

Questa ricerca, come forse ogni ricerca preliminare, presenta certamente delle lacune. Come detto nell'introduzione, manca una disamina degli interessi dei soci di minoranza; manca una più puntuale analisi dell'interesse *al* gruppo e del ruolo svolto dalla disciplina dei gruppi nel ridimensionare la portata dell' art. 2373 c.c.; manca, ancora, una più puntuale e serrata analisi di alcune prospettive in materia di interesse sociale e – segnatamente – una migliore articolazione del rapporto tra società e mercato, nonché un'analisi delle novità normative (la società benefit) e di alcune correnti dottrinali (*corporate social responsibility*) per le quali, tuttavia, s'è rinviato a studi di settore; da ultimo, manca un'analisi dell'istituto dell'abuso della maggioranza

(e della minoranza), sì come collegato ai doveri di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto associativo.

Tutto ciò affido alla clemenza del lettore, ripromettendomi e promettendogli che ci sarà presto occasione di rivedersi in questo spazio della conoscenza, per affrontare i problemi appena menzionati e tentare, sommessamente, di dare risposta a questi quesiti interpretativi.

BIBLIOGRAFIA

A

- AA.VV., *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007.
- AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3 ed., Oxford, 2009.
- AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.
- AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2015.
- ALVARO S. – CIAVARELLA A. – D'ERAMO D. – LINCIANO N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in CONSOB, *Quaderni giuridici*, 2014
- ANDERSON R. – REEB D.M., *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, 58 *J. Fin.*, 2003, pp. 1301-ss.
- ANDERSON R. – DURU A. – REEB D.M., *Founders, Heirs and Corporate Opacity in the U.S.*, in 92 *J. Fin. Econ.*, 2008, pp. 205-ss.
- ANGELICI C., *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1970, I, 104.
- ANGELICI C., *Recenti decisioni in tema di interesse sociale e personalità giuridica*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 948.
- ANGELICI C., *Rapporti sociali e regole della correttezza*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 1013.
- ANGELICI C., *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. comm.*, 1995, II, 338.
- ANGELICI C., *Le basi contrattuali delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1*, Torino, 2004, pp. 101-ss.
- ANGELICI C., *Note in tema di procedimento assembleare*, in *Riv. not.*, 2005, 705.
- ANGELICI C., *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, pp. 5-ss.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2^a ed., 2006.

- ANGELICI C., *Diligentia quam in suis e business judgment rule*, *Riv. dir. comm.*, 2006, 675.
- ANGELICI C., *In tema di società unipersonale e conflitto d'interessi*, in ID., *Attività e organizzazione*, Torino, 2007.
- ANGELICI C., *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2011, pp. 19-ss.
- ANGELICI C., *Riflessioni su interesse sociale, business judgement rule e teoria dell'agenzia*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 4, 573.
- ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu – F. Messineo – L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012.
- ANGELICI C., *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, pp. 255-ss.
- ANGELICI C. – LIBERTINI M., *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, pp. 2-ss.
- ARANGIO-RUIZ V., *La società in diritto romano*, Napoli, 2006.
- ASCARELLI T., *Sulla protezione delle minoranze nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, pp. 375-ss.
- ASCARELLI T., *La funzione del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, pp. 30-ss.
- ASCARELLI T., *Il negozio indiretto e le società commerciali*, in ID., *Saggi giuridici*, Milano, 1949.
- ASCARELLI T., *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in ID., *Studi in tema di società*, Milano, 1952.
- ASCARELLI T., *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in ID., *Studi in tema di società*, Milano, 1952.
- ASCARELLI T., *Comproprietà delle azioni e art. 2372 e 2373 cod. civ.*, in ID., *Studi in tema di società*, Milano, 1952.
- ASCARELLI T., *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civ.*, in *Riv. soc.*, 1956.
- ASCARELLI T., *Fideiussione; conflitto di interessi e deliberazioni di consiglio; oggetto e capacità sociale*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959.

- ASQUINI A., *Conflitto di interessi tra socio e società nelle deliberazioni di assemblea nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1919, pp. 652-ss.
- ASQUINI A., *I Battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, pp. 631-ss.
- ASQUINI A., *Nuove strutture dell'impresa*, in ID., *Scritti giuridici*, III, Padova, 1961, pp. 155-ss.
- ATANASOV V. – BLACK B.S. – CICCOTELLO C.S., *Law and Tunneling*, in *37 J. Corp. L.*, 2011, pp. 1-ss.
- ATANASOV V. – BLACK B.S. – CICCOTELLO C.S., *Unbundling and measuring tunneling*, in *U. Illin. L. R.*, 2014, pp. 1697-ss.

B

- BADINI CONFALONIERI A., *I patti parasociali*, in *Le nuove s.p.a.* diretto da O. Cagnasso e Panzani, Torino, 2013
- BARACHINI F., *L'appropriazione delle corporate opportunities come fattispecie di infedeltà degli amministratori di s.p.a.*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Torino, 2006, pp. 605-ss.
- BARCLAY M.J. – HOLDERNESS C.G., *Private Benefits of Control in Public Corporations*, 1989, in *25 J. Fin. Econ.*, pp. 371-ss.
- BARTESAGHI M.C., *Validità e invalidità delle delibere assembleari*, Torino, 1999.
- BARTLETT III R.P., *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End*, in *38 Seattle U. L. R.*, 2015, pp. 255-ss.
- BEBCHUK L.A., *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, in *109(4) Q. J. Econ.*, 1994, pp. 957-ss.
- BEBCHUK L.A. – FRIED J., *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge (MA) & London (UK), 2004.
- BEBCHUK L.A., *The Case for Increasing Shareholder Power*, *118(3) Harv. L. Rev.*, 2005, pp. 844-ss.
- BEBCHUK L.A. – HAMDANI A., *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, in *157 U. Pa. L. Rev.*, 2009, pp. 1283-ss.
- BEBCHUK L.A., *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in *113(6) Columbia L. R.*, 2013, pp. 1637-ss.

- BEBCHUK L.A. – COHEN A. – WANG C.C.Y., *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, in 25 *J. Corp. Fin.*, 2014, pp. 140-ss.
- BEBCHUK L.A. – HAMDANI A., *The Limits of Limiting Controlling Shareholders*, 2016, bozza consultata su gentile concessione degli Autori.
- BEBCHUK L.A. – HAMDANI A., *Independent Directors and Controlling Shareholders*, in 165(6) *U. Penn. L. Rev.*, 2017, in corso di pubblicazione.
- BECCHETTI, *Fine del capitalismo di relazione? Regole, relazioni, mercato*, in *La Repubblica*, 5 maggio 2015.
- BELCREDI M. – BOZZI S. – DI NOIA C., *Board elections and shareholder activism: the Italian experiment*, in *Boards and shareholders in European listed companies: facts, context and post-crisis reforms* a cura di M. Belcredi e G. Ferrarini, Cambridge, 2013, pp. 250-ss.
- BELCREDI M. – ENRIQUES L., *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*, in *Research Handbook on Shareholder Power* a cura di J.G. Hill e R.S. Thomas, Cheltenham, 2015, pp. 383-ss.
- BENTHAM J., *Introduction to the Principles of Morals and Legislation*, in *The collected works of Jeremy Bentham* a cura di J.H. Burns e H.L.A. Hart, Oxford, 1996.
- BERLE A. – MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, Chicago, 1932.
- BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1960.
- BIANCA M., *Oggetto sociale ed esercizio dell'impresa nelle società di capitali*, in *Quad. Giur. Comm.*, 323, Milano, 2008.
- BIANCHI L.A., *La congruità di rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002.
- BIANCHI L.A., *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 420-ss.
- BIGELLI M. – MENGOLI S., *Self-Expropriation versus Self-interest in Dual-Class Voting: The Pirelli Case Study*, in 40(3) *Financial Management*, 2011, pp. 677-ss.
- BIGLIAZZI GERI L., *Contributo ad una teoria dell'interesse legittimo nel diritto privato*, Milano, 1967.
- BISOGLI G.B., *Autonomia ed eteronomia nella disciplina dei rapporti associativi della publicly held corporation*, in *Riv. soc.*, 1997, pp. 649-ss.
- BLACK B.S., *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 *Mich. L. Rev.*, 1990, pp. 520-ss.

- BLAIR M.M., *Boards of Directors as Mediating Hierarchs*, in 38(2) *Seattle Uni. Law Rev.*, 2015, pp. 297-ss.
- BLAIR M.M. – STOUT L.A., *A Team Production Theory of Corporate Law*, in 85 *Va. L. Rev.*, 1999, pp. 247-ss.
- BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato* diretto da Pietro Perlingieri, V, 10, Napoli, 2005.
- BONELL M.J., *La partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, in P. FERRO-LUZZI – P. SPADA – M.J. BONELL, *L'impresa*, Milano, 1985.
- BONELLI F., *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013.
- BONOTTO L., *sub art. 2373*, in *Assemblea* a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008.
- BRAV A. – GRAHAM J.R. – CAMPBELL R. – HARVEY C.R. – MICHAELY R., *Payout Policy in the 21st Century*, in 77 *Journal of Financial Economics*, 2005, 483.
- BREGLIA O., *Conflitti di interesse nelle deliberazioni delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1922, pp. 654-ss.
- BRUNETTI A., *Trattato del diritto delle società*, Milano, 1948.
- BRUNO S. – BIANCONI F., *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 6, pp. 1269-ss.
- BUONOCORE V., *Le filosofie della società per azioni e l'esperienza italiana*, in *Giur. comm.*, 2015, pp. 751-ss.
- BUSI C.A., *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'economia* diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, vol. IV, Padova, 2008.
- BUTTARO L., *Recensione a: P.G. Jaeger, L'interesse sociale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1965, pp. 581-ss.
- BUSSOLETTI M. – LA MARCA E., *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, pp. 65-ss.

C

- CALAMANDREI R., *Delle società e delle associazioni commerciali*, vol. II, Torino, 1884.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale*, vol. 2, Torino, 2011.

- CANCELLI F., *Società (diritto romano)*, in *Noviss. dig. it.*, XVII, 1970, pp. 495-ss.
- CANDIAN A., *Nullità e annullabilità di delibere di assemblea delle società per azioni*, Milano, 1952.
- CAPACCIOLI E., *Programmazione e autonomia negoziale nel diritto pubblico italiano*, in *Il diritto dell'economia*, 1966, pp. 22-ss.
- CARNELUTTI F., *Eccesso di potere nelle deliberazioni dell'assemblea delle anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, pp. 176-ss.
- CAROTA L., *Il funzionamento dell'assemblea nella società per azioni*, Padova, 1999.
- CASSESE S., *Conflitti di interessi: il fiume di Eraclito*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 2, pp. 235-ss.
- CASSOTTANA M., *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, in *Quad. Giur. Comm.*, 120, Milano, 1991.
- CELLINO M., *Il capitalismo di relazione è morto*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 maggio 2015
- CENZI VENEZZE F., *The Costs of Control-enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatisation of State-owned Firms in Europe*, in 15(4) *Eur. Bus. Org. Law Rev.* 499 (2014).
- CERRAI A. – MAZZONI A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. Soc.*, 1, 1993, pp. 1-ss.
- CHEFFINS B.R., *Corporate Ownership and Control. British Business Transformed*, Oxford, 2008.
- CHEFFINS B.R., *The Team Production Model as a Paradigm*, in 38(2) *Seattle University Law Review* 397, 2015.
- CHIAPPETTA F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, pp. 668-ss.
- CIRENEI M.T., *Art. 2373. Conflitto di interessi*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società: Commento agli articoli 2325-2379-ter del Codice civile a cura di F. d'Alessandro*, 2010, Padova, pp. 757-809.
- CLARK R.C., *Corporate Law*, 1986, Boston-Toronto.
- COATES J.C., IV, *Mergers, Acquisitions, and Restructuring: Types, Regulation, and Patterns of Practice*, in AA. VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* edito da J. Gordon e W-G Ringe, Oxford, 2015.
- COLEMAN J., *Markets, Morals and the Law*, Oxford, 1998.

- CONTI C., *Il capitalismo di relazione sul viale del tramonto, ma resta in piedi l'ultimo avamposto Rcs*, in *L'Huffington Post*, 4 maggio 2015.
- COOLS S., *The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion*, in *European Company and Financial Law Review*, 2014, pp. 258-296.
- COOTER R. – FREEDMAN B.J., *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, in 66 *NYU L. R.*, 1991, pp. 1045-ss.
- COSSU M., *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, VII ed., Torino, 2010.
- COTTINO G., *La società per azioni*, in *Novissimo Digesto Italiano*, Torino, 1971.
- COTTINO G., *L'impresa nel pensiero dei maestri degli anni quaranta*, in *Giur. comm.*, 2005, pp. 5-ss.

D

- D'AIUTO D., *Art. 2373*, in G. Fauceglia – G. Schiano Di Pepe (diretto da), *Codice commentato delle s.p.a.*, tomo II, Torino, 2007.
- D'ALESSANDRO C., *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, pp. 373-ss.
- D'ALESSANDRO F., *I contratti associativi in un libro recente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1973, pp. 235-ss.
- D'ALESSANDRO F., *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1989.
- D'ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, p. 588.
- D'ALESSANDRO F., *Il conflitto d'interessi nei rapporti tra socio e società*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 6.
- D'AMICO G., *Clausole generali e controllo del giudice*, in *Giur. it.*, 2011, pp. 1704-ss.
- DALMARTELLO A., *Osservazioni sul problema della protezione delle minoranze nelle società per azioni*, in *Giur. it.*, 1934, pp. 53-ss.
- DAVIES P.L. – WORTHINGTON S., *Gower & Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2012.
- DE LUCA N., *Validità delle clausole di trascinarsi ("drag-along")*, in *Banca borsa tit. cr.*, 2009, pp. 174-ss.

- DE LUCA N., *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 254-ss.
- DE LUCA N., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting, e "proprietà nascosta"*, in *RDS*, 2010, pp. 312-ss.
- DE NOVA G., *Il tipo contrattuale*, Milano, 1974.
- DEL LINZ, *Il nuovo caso Parmalat: considerazioni a margine di un decreto "eccessivamente creativo"*, in *Giur. comm.*, 2013, pp. 113-ss.
- DELL'AQUILA E., *La correttezza nel diritto privato*, Milano, 1980.
- DENOZZA F., *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in G. Gitti – M. Maugeri – M. Notari (a cura di), *I contratti per l'impresa*, Bologna, 2012.
- DRAGANI V.R., *Le azioni a voto plurimo*, Tesi di dottorato, Università Bocconi, Milano, 2016.
- DYCK A. – ZINGALES L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 *J. Fin.*, 2004, pp. 537-ss.

E

- EASTERBROOK F.H. – FISCHER D.R., *Voting in Corporate Law*, 26 *J. L. Econ.*, 1983, pp. 395-ss.
- EASTERBROOK F.H. – FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (MA), 1991.
- ELHAUGE E., *Horizontal Shareholding*, in 109(5) *Harv. L. Rev.*, 2016, pp. 1267-ss.
- ENRIQUES L., *Il conflitto d'interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2000, pp. 512-ss.
- ENRIQUES L., *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000.
- ENRIQUES L. – MACEY J., *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in 86 *Cornell Law Review*, 2001, pp. 1165-ss.
- ENRIQUES L. – ZORZI A., *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 104, 1.
- ENRIQUES L., *Offerta pubblica di acquisto*, in *Enciclopedia del Diritto*, Annali, V, Milano, 2012, pp. 993-ss.

- ENRIQUES L., *Milleproroghe, l'ultimo tentativo di salvare il potere dei "salotti buoni"*, in *Il Fatto Quotidiano*, 24 dicembre 2014.
- ENRIQUES L., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, in 16(1) *EBLR*, 2015, pp. 1-ss.
- ENRIQUES L., *Il ruolo dei consigli d'amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation*, in *Banca Impresa Società*, 2017, pp. 15-ss.
- EREDE M. – SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento short term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 5, pp. 931-ss.
- EREDE M., *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito alla introduzione della record date*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 2012, pp. 59-ss.

F

- FABBIO PH., *Sul ruolo creativo della giurisprudenza*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2015, pp. 1261-ss.
- FAMA E.F., *Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 1970, 25, 383.
- FERRAN E. – HO L.C., *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2014.
- FERRARINI G., *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10-11 novembre 2006* a cura di P. Balzarini – G. Carcano – M. Ventoruzzo, vol. 2, Milano, 2007.
- FERRARINI G., *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 462-ss.
- FERRI G., *Eccesso di potere e tutela delle minoranze*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, pp. 723-ss.
- FERRI G., *Poteri della maggioranza e diritti del socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, II, p. 163.
- FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 35-ss.
- FERRI G., *Programmazione e autonomia individuale nel diritto privato italiano*, in *Il diritto dell'economia*, 1966, pp. 5-ss.

- FERRI G., *Manuale di diritto commerciale* a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Torino, 2016.
- FERRI G. JR., *Situazioni giuridiche soggettive e disciplina societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, pp. 393-ss.
- FERRI G. JR. – GUIZZI G., *Il progetto di fusione ed i documenti preparatori*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, vol. 4, Torino, 2007, 241.
- FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Milano, 1971.
- FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, pp. 673-ss.
- FERRO-LUZZI P., *Riflessioni in tema di controllo*, in *Diritto, Mercato ed Etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti* a cura di L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2010, pp. 310-ss.
- FINALI G., *Memoria del ministro di agricoltura, industria e commercio intorno alla legislazione delle società commerciali*, Roma, 1874.
- FRÈ G., sub art. 2373 c.c., in *Commentario del Codice Civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna, 1964, pp. 364-ss..

G

- GALGANO F., *Direzione e coordinamento di società (art. 2497-2497-septies)*, Bologna-Roma, 2005.
- GALGANO F., *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007.
- GALGANO F., *Le clausole generali tra diritto comune e diritto societario*, in *Tratt. dir. comm. dir. pubb. econ.* diretto da F. Galgano, vol. LXI, Padova, 2011, pp. 1-ss.
- GAMBINO A., *L'abuso di potere nelle assemblee delle società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1967, pp. 1049-ss.
- GAMBINO A., *La disciplina del conflitto d'interessi del socio*, in *Riv. dir. comm.*, 1969, pp. 416-ss.
- GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, 1987.

- GAMBINO A., *Limitazione di responsabilità, personalità giuridica e gestione societaria*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, pp. 43-ss.
- GAMBINO A., *L'interesse sociale e il voto in assemblea*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 67-ss.
- GAMBINO A., *Nuove prospettive del conflitto di interessi assembleare nella società per azioni*, in *Scritti in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, 2011, Milano, pp. 335-ss.
- GARGANTINI M., *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012.
- GATTI C., *Colto in Castagna*, 23 novembre 2016, disponibile a <http://gradozeroblog.it/news/coltoincastagna>
- GENOVESE A., *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 63-ss.
- GIAMPAOLINO, *Gli interessi sociali delle azioni speciali e la crisi dell'interesse comune*, in AA.VV., *Studi in onore di Vincenzo Buonocore*, Milano, 2005, pp. 2691-ss.
- GIERKE O., *Deutsches Privatrecht*, I, Leipzig, 1895.
- GILOTTA S., *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2014, pp. 592-ss.
- GILSON R.J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, in 33 *Stan. L. Rev.*, 1981, pp. 873-ss.
- GILSON R.J. - BLACK B.S., *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Westbury (NY), Foundation Press, 1995 (2a ed.), pp. LXXVI-1603.
- GILSON R.J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in 119 *Harv. L. Rev.*, 2006, pp. 1641-ss.
- GOSHEN Z., *The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. Law Rev.*, 2013, pp. 393-ss.
- GOSHEN Z. – HAMDANI A., *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in 125(3) *Yale L.J.*, 2016, pp. 560-ss.
- GOSHEN Z. – SQUIRE R., *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, in 117(3) *Colum. L. Rev.*, 2017, pp. 767-ss.

- GRAZIANI A., *L'art. 2409 è applicabile alle società cooperative?*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 85-ss.
- GRAZIANI A., *Nominatività obbligatoria dei titoli azionari?*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 621-ss.
- GRECO P., *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959.
- GREENWOOD D.J.H., *Fictional Shareholders: for Whom Are Corporate Managers Trustees, Revisited*, in 69 *Southern California Law Review*, 1996, 1021.
- GROSSMAN S.J. – STIGLITZ J.E., *Stockholder unanimity in making production and financial decisions*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1980, 543.
- GROSSMAN S.J. – HART O.D., *One share-one vote and the market for corporate control*, 20 *J. Fin. Econ.*, 1988, pp. 175-ss.
- GUACCERO A., *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007.
- GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 409-ss.
- GUARINO A., *Societas consensu contracta*, in *La società in diritto romano*, Napoli, 1988.
- GUERRERA F., *Abuso del voto e controllo "di correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 181-ss.
- GUERRERA F., *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.
- GUERRERA F., *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*, in *RDS*, 2015, pp. 94-ss.
- GUERRERA F., *Azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto: profili dell'invalidità delle delibere per conflitto d'interesse e abuso di maggioranza*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto* a cura di U. Tombari, Torino, 2016, pp. 43-ss.
- GUERRIERI G., *La nullità delle deliberazioni assembleari di società per azioni*, ****, ****.
- GUIZZI G., *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa* diretto da M. Campobasso – V. Cariello – V. Di Cataldo – F. Guerrera – A. Sciarrone Alibrandi, vol. 2, Torino, 2014, pp. 1043-ss.

H

- HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *The Essential Role of Organizational Law*, 110 Yale L.J., 2000, 387-ss.
- HANSMANN H. – PARGENDLER M., *The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*, in 123 Yale L.J., 2014, pp. 948-ss
- HENDERSON M.T., *Everything Old Is New Again: Lessons From Dodge v. Ford Motor Company*, in *Corporate Law Stories* a cura di J. Ramseyer, New York, 2009.
- HO L., *Making and Enforcing International Schemes of Arrangement*, in 9 *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2001, pp. 434-ss.
- HOHFELD W.N., *Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning*, New Haven, 1964.
- HOLDERNESS C.G., *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 22 *Rev. Fin. Stud.*, 2009, pp. 1377-ss.
- HOOKER J.N., *Side Payments*, in *Encyclopedia of Business Ethics and Society. Vol. 1* a cura di R.W. Kolb, Thousand Oaks (CA), 2008.
- HOPT K.J., *European Takeover Reform of 2012/2013 – Time to Re-examine the Mandatory Bid*, in 15(2) *Eur. Bus. Org. Law Rev.* 143, 2014.
- HU H.T.C. – BLACK B.S., *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, pp. 850-ss.

I

- IRACE A., *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, in *Quad. Giur. Comm.*, 235, Milano, 2001.

J

- JAEGER P.G., *L'interesse sociale*, Milano, 1956.
- JAEGER P.G., *Il voto «divergente» nella società per azioni*, in *Quad. Giur. Comm.*, 5, Milano, 1976.
- JAEGER P.G., *La nozione di impresa dal codice allo statuto*, in *Quad. Giur. Comm.*, 65, Milano, 1985.
- JAEGER P.G., *Gli azionisti: spunti per una discussione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 23-ss.
- JAEGER P.G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, pp. 800-ss.

JENSEN M. – MECKLING W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in 3(1) *J. Fin. Econ.*, 1976, pp. 305-ss.

JOHNSON S. – LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F. – SHLEIFER A., *Tunneling*, in 90(2) *Am. Econ. Rev.*, 2000, pp. 22-ss.

K

KASTIEL K., *Executive Compensation in Controlled Companies*, in 90 *Ind. L. J.*, 2015, pp. 1131-ss.

KEYNES J.M., *The End of Laissez-Faire*, in *Essays in Persuasion*, New York, 1932.

KLEIN F., *Die neueren Entwicklungen in Verfassung und Recht der Aktiengesellschaft*, Wien, 1904.

KUMPAN C., *Der Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht*, Tübingen, 2014.

KUMPAN C., *Conflicts of Interest*, in *The Max Planck Encyclopedia of European Private Law* a cura di J. Basedow – K. J. Hopt – R. Zimmermann e A. Stier, vol. 1, Oxford, 2012, pp. 353-356.

KUMPAN C., *Conflicts of Interest in Securitisation: Adjusting Incentives*, in 9(2) *Journal of Corporate Law Studies*, 2009, pp. 261-ss.

KUMPAN C. – LEYENS P.C., *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, in 5(1) *European Company and Financial Law Review*, 2008, pp. 72-ss.

L

LA MARCA E., *Alla ricerca dell'interesse della società al suo scioglimento tra conflitto di interessi e abuso di potere*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, pp. 590-ss.

LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali. Le prospettive di riforma*, Bologna, 2001.

LA PORTA R. – LOPEZ-DE-SILANES F. – SHLEIFER A., *Corporate Ownership Around the World*, in 54 *J. Fin.*, 1999, pp. 471-ss.

LA PORTA U., *Dal tipo contrattuale al modello di società: autonomia contrattuale e norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Soc.*, 2002, pp. 12-ss.

- LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011.
- LEHMANN K., *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Berlino, 1904.
- LENER R. – TUCCI A., *L'assemblea nelle società di capitali*, in *Trattato di diritto privato* diretto da M. Bessone, Torino, 2002.
- LEOZZAPPA A.M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008.
- LIBERTINI M., *Il mercato: i modelli di organizzazione*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, vol. III, Padova, 1979.
- LIBERTINI M., *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 1-ss.
- LIBERTINI M., *Il ruolo della causa negoziale nei contratti d'impresa*, in *Jus*, 2, 2009, pp. 273-ss.
- LIBERTINI M., *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 113-ss.
- LIBERTINI M., *Diritto civile e diritto commerciale. Il metodo del diritto commerciale in Italia*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 1-ss.
- LIBERTINI M., *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, 669 ss.
- LIBONATI B., *Riflessioni su «L'interesse Sociale» di Pier Giusto Jaeger*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 75-ss.
- LUCANTONI P., *Il voto in assemblea: dall'organizzazione al mercato*, *****, ****.
- LUCIANO A.M., *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016.
- LUHMANN, *Sistema giuridico e dogmatica giuridica*, Bologna, 1978.

M

- MACEY J., *A Close Read of an Excellent Commentary on Dodge v. Ford*, in 3(1) *Virginia Law & Business Review*, 2008, 180.
- MALTESE D., *Corporate Social Responsibility e informazione contabile nelle società per azioni*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2016, pp. 223-ss.

- MANNE H., *Mergers and the Market for Corporate Control*, in 73 *J. Pol. Econ.*, 1965, pp. 110-ss.
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Sul recedente da società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, pp. 191-ss.
- MATTEI U., *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un'ipotesi di lavoro*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, pp. 248-ss.;
- MAUGERI M., *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 336-ss.
- MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa* diretto da M. Campobasso – V. Cariello – V. Di Cataldo – F. Guerrera – A. Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014.
- MAYSON S.W. – FRENCH D. – RYAN C.L., *Company Law*, Oxford, 2013.
- MAZZONI A., *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 649-ss.
- MENGONI L., *Appunti per una revisione della teoria del conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp.
- MENGONI L., *Forma giuridica e materia economica*, in *Studi in onore di A. Asquini*, vol. III, Padova, 1963, pp. 1075-ss.
- MENGONI L., *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, pp. 5-ss.
- MESSINEO F., *L'esercizio del diritto di voto afferente ad azioni altrui*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 206-ss.
- MESSINEO F., *Impugnativa di delibera di fusione e interesse di singoli soci*, in *Riv. soc.*, 1957, pp. 220-ss.
- MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, pp. 748-ss.
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.
- MIGNOLI A., *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, pp. 639-ss.
- MINERVINI G., *Sulla tutela dell'«interesse sociale» nella disciplina delle deliberazioni assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, pp. 314-ss.
- MINERVINI G., *Deliberazioni assunte da tutti i soci in conflitto di interessi con la società?*, in *Giur. it.*, 1960, I, 1,

- MONTALENTI P., *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, pp. 243-ss.
- MONTALENTI P., *La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 435-ss.
- MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 317-ss.
- MONTALENTI P., *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, pp. 685-ss
- MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate*, in *Scritti in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 373-ss.
- MONTALENTI P., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011.
- MONTALENTI P., *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 42-ss.
- MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, pp. 63-ss.
- MONTALENTI P., *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, pp. 111-ss.
- MONTALENTI P., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017.
- MORGAN J., *Contract Law Minimalism*, Cambridge, 2013.
- MOSCO G.D., *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, 2000.
- MOSSA L., *I problemi fondamentali del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 33-ss.
- MOSSA L., *Scienza e metodi del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1941, I, p. 97-ss.
- MOSSA L., *La nuova scienza del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1941, I, p. 439-ss.

N

- NIGRO C.A., *La "co-vendita da trascinamento": osservazioni preliminari*, 2017, manoscritto inedito.
- NOTARI M., *Osservazioni sulle nuove massime del Tribunale di Milano in tema di omologazione degli atti societari*, in *Riv. soc.*, 1995, pp. 252-ss.

- NOTARI M., *Fusioni, scissioni e altre operazioni societarie nelle nuove massime del tribunale di Milano*, in *Riv. soc.*, 1997, pp. 837-ss.
- NOTARI M., *Commento all'art. 119*, in *La disciplina delle società quotate* a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, Milano, 1999, pp. 753-ss.
- NOTARI M., *Commento all'art. 131*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, Milano, 1999, pp. 1100-ss.
- NOTARI M., *L'assemblea e i processi decisionali dei soci nelle proposte di riforma delle società non quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 130-ss.
- NOTARI M., *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. not.*, 2002, pp. 841-ss.
- NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, pp. 542-ss.
- NOTARI M., *Contratto e regolamentazione nella quotazione in borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, pp. 493-ss.
- NOTARI M., *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *An. Giur. Econ.*, 2003, 2, pp. 325-ss.
- NOTARI M., *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, pp. 529-ss.
- NOTARI M., sub *art. 2346, commi 1-5*, in *Azioni* a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, pp. 3-ss.
- NOTARI M., sub *art. 2348*, in *Azioni* a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008, pp. 153-ss.
- NOTARI M., *La sterilizzazione del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, pp. 743-ss.
- NOTARI M., *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni* a cura di F. Annunziata, Milano, 2015, pp. 247-ss.
- NOTARI M., *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentale» o una regola suppletiva?*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2016, pp. 397-ss.

P

- PACCES A.M., *Rethinking Corporate Governance. The law and economics of control powers*, London and New York, 2012.
- PACIELLO A., *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, pp. 155-ss.
- PASQUARIELLO, Art. 2373, in *Il nuovo diritto delle società* a cura di A. Maffei Alberti, vol. I, Padova, 2005, pp. 494-ss.
- PATERI G., *La società anonima*, Torino, 1890.
- PAVONE LA ROSA A., *Diritto di voto e diritto di annullamento delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1953, p. 918-ss.
- PAYNE J., *Cross-border Schemes of Arrangement and Forum Shopping*, in *Oxford Legal Research Papers Series*, 68/2013.
- PAYNE J., *Schemes of Arrangement. Theory, Structure and Operation*, Cambridge, 2014.
- PELLIZZI G.L., *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, pp. 137-ss.
- PICCINELLI G., *La società anonima secondo il nuovo codice di commercio italiano*, Cagliari, 1883.
- POGGI A., *Il contratto di società in diritto romano classico*, Torino, 1930.
- POMELLI A., *Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case*, in *ECFR*, 2016, pp. 73-ss.
- PORTALE G.B., *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, vol. 2, Torino, 2006.
- POSNER R.A. – SCOTT K.E., *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Boston-Toronto, 1980.
- PREITE D., *Il conflitto d'interesse del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 2-3, 1988, 361-ss.
- PREITE D., *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988.
- PREITE D., *L'abuso della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.

- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3**, Torino, 1993, pp. 3-ss.
- PREITE D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 476-ss.
- PRESTIPINO M., *La responsabilità risarcitoria della persona fisica capogruppo*, in *Giur. comm.*, 2011, pp. 105-ss.

R

- RATHENAU W., *L'economia nuova*, Bari, 1922.
- RATHENAU W., *La realtà delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1960, pp. 918-ss.
- RENNA A., *Appunti in tema di conflitto di interessi e assemblee speciali*, in *Società*, 2006, pp. 1095-ss.
- RESCIGNO P., *Appunti sulle clausole generali*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, pp. 1-ss.
- REVIGLIONO P., *La "sostituzione" delle deliberazioni invalide dell'assemblea di società per azioni*, Milano, 1995.
- ROCK E.B., *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, in 161 *U. Penn. L. R* 1907, 2013.
- RODOTÀ S., *Il tempo delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1987, pp. 709-ss.
- ROE M.J., *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, pp. 10-ss.
- ROMANO PAVONI G., *Teoria delle società: tipi, costituzione*, Milano, 1953.
- RONDINONE N., *Società (gruppi di)*, in *Dig. disc. priv.*, sez. comm., Aggiornamento *****, Torino, 2009, pp. 591-ss.
- RONDINONE N., *Tecniche di coinvolgimento di domini e holders nel fallimento delle imprese eterodirette e "superamento" della spendita del nome*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 1045-ss.
- ROPPO V., *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato* a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2011.
- ROSSI G., *Controllo pubblicistico sulle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1958, pp. 519-ss.
- ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967.
- ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003.

ROSSI G., *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008.

ROSSI S., *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997.

S

SALOMÃO FILHO C. – STELLA RICHTER JR M., *Note in tema di offerte pubbliche di acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, pp. 113-ss.

SANDRELLI G., *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, 2017.

SANSONETTI S., *Macché morto, il capitalismo di relazione prospera*, in *Il Giornale*, 19 maggio 2015

SANTORO-PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2002.

SANTOSUOSSO D.U., *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto* a cura di A. Sarcina – J.A. García Cruces, Bari, 2010, pp. 125-ss.

SBISÀ G., *sub art. 2497*, in *Direzione e coordinamento* a cura di G. Sbisà, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2012, pp. 3-ss

SCANO A.D., *Conflicts of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 163-ss.

SCHLESINGER P., *Complessità del procedimento di formazione del contratto ed unità del negozio giuridico*, in *Studi in onore di Paolo Greco*, Padova, 1965, pp. 1010-ss.

SCIALOJA A., *Sull'origine delle società commerciali*, in *Saggi di vario diritto*, I, Roma, 1927.

SCIUTO M. – SPADA P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1* Tipo – Costituzione – Nullità, Torino, 2003.

SCOGNAMIGLIO G., *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi*, Torino, 1996.

SFAMENI P., *sub art. 2350*, in *Azioni* a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008.

SHAPIRO S.P., *Agency Theory*, 2005, in *31 Annu. Rev. Sociol.*, pp. 263-ss.

SPADA P., *La tipicità delle società*, Padova, 1974.

- SPADA P., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, pp. 95-ss.
- SPADA P., *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, pp. 211-ss.
- SPADA P., *Diritto commerciale. Elementi*, Padova, 2009.
- STABILINI A. – TRAPANI M., *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, pp. 949-ss.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 314 ss.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di s.p.a. La nuova disciplina*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, vol. 2, Torino, 2007, 169 ss.
- STELLA RICHTER JR M., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni* a cura di B. Libonati, Milano, 1995, pp. 275-ss.
- STOLFI G., *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1961.
- STOUT L.A., *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*, in 3(1) *Virginia Law & Business Review*, 2008, 163.
- STOUT L.A., *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, San Francisco, 2012.
- STOUT L.A., *The Corporation As Time Machine: Intergenerational Equity, Intergenerational Efficiency, and the Corporate Form*, in 38(2) *Seattle Uni. Law Rev.*, 2015, pp. 685-ss.

T

- TAFARO S., *Centralità dell'uomo (persona)*, in *Studi per Giovanni Nicosia*, Milano, 2007, pp. 97-ss.
- TALAMANCA M., *Società (dir. rom.)*, in *Enciclopedia del diritto*, XLII, Milano, 1990.
- TERRANOVA G., *I principi e il diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, pp. 183-ss.
- THE ECONOMIST, *Bargain of the Century*, 17 febbraio 2005.
- TOMBARI U., *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010.
- TOMBARI U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto* a cura di U. Tombari, Torino, 2016.

TRIMARCHI P., *Invalidità delle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, Milano, 1958.

V

VELLUZZI V., *Le clausole generali. Semantica e politica del diritto*, Milano, 2010.

VENTORUZZO M., *Empowering Shareholders in Directors' Elections: A Revolution in the Making*, in *ECFR*, 2011, pp. 105-ss.

VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, pp. 512-ss.

VENTORUZZO M., *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 363-ss.

VICARI A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004.

VIDARI E., *Le società e le associazioni commerciali: trattazione sistematica secondo il nuovo Codice di commercio italiano*, Milano, 1889.

VISENTINI B., *Osservazioni sulla nominatività delle azioni in relazione all'art. 2373 cod. civ.*, in *Riv. soc.*, 1957, pp. 639-ss.

VITALI M.L., *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013.

VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, V ed., Milano, 1928.

VIVANTE C., *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, pp. 310-ss.

W

WEIGMANN R., *Dalla società per azioni alla società per carati*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private* a cura di P. Benazzo – S. Patriarca – G. Presti, Milano, 2002, pp. 171-ss.

WILLIAMSON O., *Transaction Cost Economics: the Governance of Contractual Relations*, in *J. of Law and Economics*, 1979, pp. 237-ss.

WILLIAMSON O., *Le istituzioni economiche del capitalismo: imprese, mercati, rapporti contrattuali*, Milano, 1987.

WYMEERSCH E., *Shareholder(s) matter(s)*, in *Unternehmen, Markt und Verantwortung – Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*, Berlino, 2010, pp. 1571-ss.

Y

YERMACK D., *Tailspotting: Identifying and Profiting from CEO Vacation Trips*, in *N.Y.U. Law & Econ. Research Paper Series*, Working Paper 12-07, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2022813>.

Z

ZANARONE G., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, pp. 57-ss.

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

Francia

Cass. 4 febbraio 1985, *Rozenblum et Allouche*, in *Rev. Sociétés*, 1985, p. 648, con nota di B. BOULOC.

Italia

Cass., 11 aprile 2014, n. 8600, in *DeJure*.

Cass. 1 dicembre 2011, n. 25703, in *DeJure*

Cass., 19 marzo 2009, n. 6711, in *DeJure*.

Cass., 30 maggio 2008, n. 14554, in *Riv. not.*, 2010, 0815B, con nota di E. MARCHISIO, *Dissenso e diritto di discussione nella impugnativa di delibere assembleari di s.p.a.*

Cass., 17 luglio 2007, n. 15942 e 15950, in *Riv. not.*, 2009, pp. 640-ss., con nota di E. TIMPANO, *L'interesse sociale tra contrattualismo e istituzionalismo in relazione al conflitto di interessi assembleare e all'abuso della regola di maggioranza.*

Cass., 6 maggio 2005, n. 9432, in *DeJure*.

Cass., 5 giugno 2003, n. 8992, in *Foro it.*, 2003, I, 3007, con nota di R. RORDORF, *Nota a Cass.*

Cass., 21 marzo 2000, n. 3312;

Cass., 11 dicembre 2000, n. 15599;

Cass., 22 settembre 1997, n. 9349 in *DeJure*.

Cass., 22 ottobre 1996, n. 9191, in *Giur. Comm.*, 1997, II, pp. 327-ss., con nota di P.G. JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di «cessione» del voto in cambio di «corrispettivo» (con considerazioni in merito alla c.d. vendita del voto)*.

Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. Comm.*, 1996, II, pp. 329-ss., con nota di C. ANGELICI – F. CORSI – R. COSTI – A. GAMBINO – P.G. JAEGER, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*

Cass., 9 dicembre 1992, n. 13015, in *DeJure*.

Cass., 8 maggio 1992, n. 5498, in *Giur. comm.*, 1993, pp. 351-ss.;

Cass., 19 marzo 1991, n. 2895, in *DeJure*.

Cass. 20 giugno 1958, n. 2148 e Cass. 25 ottobre 1958, n. 3471, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 1959, pp. 27-ss con nota di G. FERRI, *Fideiussioni prestate da società, oggetto sociale, conflitto di interessi* e in *Riv. dir. comm.*, 1959, pp. 251-ss. con nota di E. SIMONETTO, *Fideiussione prestata da una società per un'altra società formata dagli stessi soci.*

App. Firenze, 28 novembre 2011, n. 1530, in *DeJure*.

App. Milano, 8 novembre 1996, in *Vita notar.*, 1997, p. 924;

App. Venezia, 14 gennaio 1993, in *Società*, 1993, pp. 937-ss.

App. Milano, 4 luglio 1989, in *Giur. it.*, 1989, p. 915

App. Brescia, 21 luglio 1952, in *Temì*, 1952, p. 580 con nota di ROMANO-PAVONI.

Trib. Torino, 11 novembre 2015, n. 6473, in www.giurisprudenzadelleimprese.it

Trib. Milano, 1 settembre 2015, n. 9771, in www.giurisprudenzadelleimprese.it

Trib. Milano, 27 febbraio 2015, n. 2674, in *DeJure*.

Trib. Milano, ordinanza, 28 novembre 2014, in www.giurisprudenzadelleimprese.it

Trib. Roma, 14 giugno 2014, n. 12216, in www.giurisprudenzadelleimprese.it

Trib. Milano, 30 novembre 2012, n. 13437, in www.giurisprudenzadelleimprese.it

Trib. Cagliari, 9 giugno 2009, in *Giur. comm.*, 2010, 1156, con nota di D. ARCIDIACONO, *Le deliberazioni di scioglimento anticipato e di aumento di capitale lesive degli interessi dei soci di minoranza.*

Trib. Roma, 25 settembre 2007, in *Riv. dir. comm.*, 2008, p. 299.

Trib. Milano, 8 febbraio 2006, in *Il nuovo dir.*, 2007, I, 216.

- Trib. Monza, 5 marzo 2001, in *Giur. comm.*, 2002, pp. 528-ss., con nota di U. M. CARBONARA, *Osservazioni in tema di invalidità delle delibere assembleari societarie*.
- Trib. Milano, 10 giugno 1999, in *Società*, 1999, pp. 1380-ss.
- Trib. Milano, 20 novembre 1995, in *Giur. comm.*, 1996, p. 825
- Trib. Reggio Emilia, 27 aprile 1994, in *Giur. comm.*, 1995, p. 741
- Trib. Milano, 20 gennaio 1994, in *Giur. comm.*, 1995, pp. 237-ss.
- Trib. Catania, 30 settembre 1993, in *Giur. comm.*, 1995, pp. 95-ss., con nota di S. ROSSI, *Brevi note in tema di competenza dell'assemblea in materia di gestione nelle società di capitali "chiuse"*.
- Trib. Milano, 17 settembre 1987, in *Giur. comm.*, 1987, p. 797
- Trib. Milano, 20 gennaio 1919, in *Riv. dir. comm.*, 1919, pp. 652-ss., con nota di A. ASQUINI, *Conflitto di interessi tra socio e società nelle deliberazioni di assemblea nelle società per azioni*.

Regno Unito

- British & Commonwealth Holdings plc v. Barclays Bank* [1996] 1 WLR 1.
- In re International Contract Co (Hankey's Case)* (1872) 26 LT 358.
- Re Cortefiel SA* [2012] EWHC 2998 (Ch).
- Re Dorman Long & Co Ltd* (1934) 1 Ch 635.
- Re Halcrow Holdings Ltd* [2011] EWHC 3662 (Ch).
- Re Hawk Insurance Company Ltd* [2001] 2 BCLC 675.
- Re Liberty International plc* [2010] 2 BCLC 665.
- Re NEF Telecom Co BV* [2012] EWHC 2944 (Comm).
- Re NFU Development Trust Ltd* [1973] 1 All ER 135.
- Re Oceanic Steam Navigation Company Ltd* [1939] 1Ch 41.
- Re Primacom Holdings GmbH* [2012] EWHC 164 (Ch).
- Re Rodenstock GmbH* [2011] EWHC 1104 (Ch).

Re Savoy Hotel Ltd [1981] Ch 351.

Re Seat Pagine Gialle SpA [2012] EWHC 3686 (Ch).

Re TDG plc [2009] 1 BCLC 445.

Re T&N Ltd (No 3) [2006] EWHC 1447 (Ch).

Sidebottom v. Kershaw Lees & Co., [1928], 1 Ch. 154. C. A.,

Shuttleworth v. Cox Bros. & Co. (Maidenhead) Ltd [1927] 2 K.B. 9 CA.

Stati Uniti d'America

Americas Mining Corp. v. Theriault, 51 A.3 d 1213 (Del. 2012).

Dodge v. Ford, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919).

Emerald Partners v. Berlin, 726 A.2 d 1215 (Del. 1999).

In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).

In re Southern Peru Copper Corp. Shareholder Derivative Litigation, 52 A.3d 761 (Del Ch. 2011).

Kahn v. Lynch Comm'ns Sys., Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

Kahn v. Tremont Corp., 694 A.2d 422 (Del. 1997).

Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).

Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989).

Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

Smith v. Van Gorkam, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

INDICE DEI DOCUMENTI

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime notarili in materia societaria*, 5^a ed., Milano, 2014.

CONSOB, *2015 Report on corporate governance in Italian listed companies*.

CONSOB, *Rapporto 2016 sulla corporate governance delle società quotate italiane*

MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Relazione alla Maestà del Re Imperatore del Ministro Guardasigilli (Grandi) presentata all'udienza del 16 marzo 1942-XX per l'approvazione del testo del "Codice Civile", in Codice Civile. Testo e Relazione Ministeriale*, Roma, 1943.

MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Schema di decreto legislativo recante una «Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366», approvato dal Consiglio dei Ministri nella seduta del 30 settembre 2002, in Riv. soc., 2002, pp. 1422-ss.*