

SULLA EMISSIONE DEI TITOLI AZIONARI

Carlo ANGELICI

1. Vi è un aspetto che, da un punto di vista espositivo, pare generalmente caratterizzare il dibattito sistematico sui titoli azionari: al di là dei risultati cui perviene il singolo interprete, sembra infatti esservi una sostanziale concordia nell'impostarlo sul piano di un confronto tra la generale disciplina codicistica dei titoli di credito e le caratteristiche (ed esigenze) specifiche dei primi. Sicché il discorso risulta per lo più ordinato facendo riferimento alle singole disposizioni di cui si compone quella disciplina generale, verificando cioè analiticamente e puntualmente per ciascuna le possibilità applicative nella specifica materia.

Ci si chiede per esempio (e soprattutto) se ed in che senso siano predicabili i requisiti della «letteralità» e della «astrattezza», e ci si interroga allora in merito alla utilizzabilità dell'art. 1993 cod. civ.¹ Ci si può anche chiedere come debbano essere intesi i temi della legittimazione, e s'instaura quindi un confronto con la disciplina dell'art. 1992 cod. civ.² Più in generale la «classificazione» sistematica dei titoli azionari viene fatta dipendere dalle scelta interpretativa se ritenere ad essi applicabili quelle disposizioni oppure no od ancora se affermarne l'applicabilità, ma con una portata diversa de quella consueta.

Nè certamente può contestarsi che tale modo di condurre il discorso sia del tutto corretto ed impeccabile. Spontaneo è senza dubbi che l'interprete di diritto positivo formuli i propri quesiti con riferimento in primo luogo alle singole norme vigenti e ad esse si volga al fine di ordinare l'analisi.

¹ Non è ovviamente il caso di porsi qui il problema, del resto in buona parte classificatorio, se debba ancora seguirsi la tradizione della nostra dottrina (esaminata ed accolta anche da giuristi stranieri: v. per esempio il noto saggio di L. Raiser, *Das Rektapapier*, in *ZHP* 101 (1934), 13, ivi a p. 53) che distingue quei due requisiti o non si debba invece riconoscere la loro sostanziale identificazione: in questo secondo senso v. comunque soprattutto Pellizzi, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, spec. pp. 30 ss., pp. 52 ss. e p. 153.

² Per un tentativo in proposito mi permetto rinviare alle mie "Note preliminari sulla legittimazione nei titoli azionari", in *Raccolta di scritti in memoria di Raffaele Moschella*, Perugia, 1985, pp. 9 ss.

Mi chiedo però se non sia anche possibile un altro approccio, il quale utilizzi invece come termini di confronto non le singole *norme*, bensì i temi *operativi* (che si considerino) specifici dell'argomento.

Tento di spiegarmi con un esempio. È possibile orientare l'indagine come ricerca avente per oggetto la disciplina della «*legittimazione*» nei titoli azionari; la si intende allora sostanzialmente sul piano di una verifica del ruolo per essi svolto dall'art. 1992 cod. civ. Ma è anche possibile, ritengo, porre al centro dell'analisi il momento operativo dell'«*esercizio dei diritti sociali*»; in tal caso il confronto si pone su un piano più vasto di quello concernente tale singola disposizione; coinvolge inoltre tutte le altre che, almeno in ipotesi, possono incidere su quel momento, ivi compreso, ovviamente ed in primo luogo, lo stesso art. 1993 cod. civ.

Riterrei anzi che un approccio di questo secondo tipo, pur ovviamente senza eccessiva sopravvalutazione,³ possa presentare alcuni vantaggi forse non del tutto trascurabili.

Per un primo aspetto vorrei osservare che in tal modo diviene più agevole un'analisi la quale non elimini aprioristicamente dal discorso alcune regole senza dubbio di importanza centrale per la teoria cartolare: per esempio, dandone dimostrata l'applicabilità oppure l'inapplicabilità ai titoli azionari. Si pensi in particolare all'art. 1994 cod. civ.: se la sua utilizzazione per i nostri titoli pare fuori questione,⁴ forse

³ Deve infatti avvertirsi *in limine* che esso non pretende in alcun modo di rappresentare un effettivo mutamento di metodo, e neppure una modificazione dei termini sostanziali della questione. Si tratta soltanto, molto più semplicemente e modestamente, di sperimentare un diverso modo di dare ordine al discorso, di trattare cioè i temi del dibattito avendo riguardo a quelli che appaiono essere i *momenti* decisivi per la funzione del titolo azionario, piuttosto che volgersi immediatamente ed in prima istanza alle disposizioni da cui potrebbe trarsi la loro disciplina.

⁴ Nota è anzi la prospettiva storiografica che proprio nei titoli di massa, e tra essi *in primis* nei titoli azionari, vuole individuare l'origine dell'applicazione ai titoli di credito dei principi che consentono l'acquisto *a non domino*: cfr. per tutti Libonati, *I titoli di credito nominativi*, Milano, 1965, pp. 29 ss.; Pavone la Rosa, *La cambiale*, Milano, 1982, pp. 12 ss.; e da ultimo Pellizzi, "Panorama dei titoli di credito", in *Banca borsa ecc.*, 1984, I, 1 (a p. 13); per una critica di questa ricostruzione storica v. però Chiomenti, *Il titolo di credito*, Milano, 1977, pp. 150 ss. Noto è comunque, in punto di diritto positivo, che l'applicabilità dell'art. 1994 cod. civ. ai titoli azionari è affermata anche da chi discute in merito al ruolo per essi dell'art. 1993 cod. civ.: cfr. infatti Pellizzi, *Principi, cit.*, pp. 36 ss. (di cui si veda anche, più di recente, "Il nuovo concettualismo", in *Giur. comm.*, 1978, I, 851, ivi a p. 867; e "L'unità dei titoli di credito", in *Riv. dir. civ.*, 1979, I, 1, ivi a pp. 17 ss.); Pavone la Rosa, "Legge cambiaria e disciplina del codice civile sui titoli di credito: breve consuntivo di un'esperienza", in *Banca, borsa ecc.*, 1979, I, 70 (a pp. 76 ss.); Spada, "Fattispecie e disciplina cartolari", in *Riv. dir. civ.*, 1979, II, 54 (a pp. 60 ss.).

ugualmente merita di essere considerato quale potrebbe essere il suo ruolo nel loro *specifico* contesto, chiedendosi quindi, allora con riferimento ai momenti che ne caratterizzano la funzione, se ed in che modo contribuisca a permetterne la realizzazione.

In termini più generali riterrei anche che un esame orientato al *problema*, piuttosto che analiticamente alle singole norme, possa risultare più adeguato all'esigenze di *sintesi* proprie del discorso sistematico. Volgendosi infatti alla considerazione di uno specifico momento della vita del titolo azionario, si apre la strada per valutare rispetto ad esso, e non più in generale o con riferimento ad altri tipi cartolari, i rapporti intercorrenti tra le regole che compongono la disciplina generale dei titoli di credito. Il che forse può rendere più concreta l'analisi di problemi come per esempio quello notissimo dei nessi sistematici tra le disposizioni degli art. 1993 e 1994 cod. civ.: l'indagine troverebbe infatti la sua sintesi mediante l'accertamento del modo in cui tali norme possono e/o debbono concorrere a disciplinare la fattispecie azionaria considerata in uno dei momenti *concreti* in cui si realizza la sua funzione.⁵

2. Se tale itinerario merita di essere tentato, credo non difficile evidenziare una molteplicità di motivi che possono far riconoscere un valore centrale ai temi della *emissione* del titolo azionario. Può essere per ora sufficiente indicarne alcuni che già in via preliminare (mi) appaiono di particolare evidenza.

Per convincersi di ciò basta forse ricordare che non di rado proprio il momento della emissione viene ritenuto decisivo per la caratterizzazione dei titoli azionari e più in generale dei titoli di massa: al punto che sulla base di esso si è inteso distinguerli rispetto ai titoli individuali ed al loro tradizionale paradigma cambiario.⁶

⁵ Si pensi per esempio alla nota tesi, pur rimasta isolata, che spiega la disciplina delle eccezioni nei titoli di credito in base alla originarietà del loro acquisto e ritiene quindi che essa sia già compresa nella regola che consente l'acquisto *a non domino*; così Rava', *Il titolo di credito nella teoria dell'acquisto dei diritti*, Milano, 1936, spec. pp. 75 ss. (e si vedano in proposito le critiche, pur diversamente orientate, di Bigiavi, nella recensione in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, 661; *Id.*, *I vizi della volontà nella dichiarazione cambiaria*, Merano, 1943, pp. 148 ss.; Pavone la Rosa, *Studi sulla polizza di carico*, Milano, 1958, p. 320; De Ferra, "Sulla c.d. originarietà dell'acquisto cartolare", in *Banca borsa ecc.*, 1961, I, 536, ivi a pp. 543 ss.; e Chiomenti, *Il titolo di credito, cit.*, p. 268). Al di là del (supposto) rapporto di derivazione logica tra le due regole, può certamente non essere inutile verificare come esse in ipotesi concretamente concorrano: il che, ritengo, non può avvenire in astratto, ma solo considerandone il ruolo rispetto allo specifico problema.

⁶ In tal senso *cfr.* per tutti un interessante tentativo di costruire l'intero sistema

È con riferimento del resto ai temi dell'emissione che sostanzialmente s'incentra il moderno dibattito sistematico. Noto è infatti come la fondamentale alternativa sul ruolo dell'art. 1993 cod. civ. per i titoli azionari (se sia possibile un adattamento della norma che, senza negarne l'applicabilità, la renda congrua alle loro specifiche caratteristiche oppure non se ne debba schiettamente riconoscere l'inadeguatezza) venga sostanzialmente intesa come verifica della possibilità di ravvisare nel procedimento di emissione esigenze di «autenticità» omogenee con quelle che nei titoli individuali sono tradizionalmente soddisfatte mediante l'autografia della sottoscrizione.⁷

Ancora deve ricordarsi che, in evidente collegamento con questi interrogativi, l'analisi del procedimento di emissione coinvolge l'altro quesito sulla «causalità» od «astrattezza» del titolo,⁸ Qui in sostanza, dovendosi presupporre un'incidenza di questo procedimento anche per le vicende cartolari, ci si chiede se e quanto di ciò debba essere inteso nei termini di una rilevanza della «causa» oppure non attenga alla «creazione» stessa del titolo; in tale secondo caso, quindi, senza ravvisare in quella incidenza una reale contraddizione con il sistema generale dei titoli di credito.⁹

cartolare sulla base di una dicotomia tra *Ausstellungspapiere* ed *Emissionspapiere*: Eichler, *System der Wertpapiere*, Karlsruhe, 1969, pp. 58 ss.

⁷ In proposito si vedano per tutti, in contrapposizione con l'orientamento ricordato supra a nota 4, Chiomenti, *Il titolo di credito*, cit., pp. 271 ss.; e Libertini, *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Ed. provv., Milano, 1971, pp. 125 ss.; v. del resto, ben prima, lo spunto di Nägele, *Die Mitgliedschaftspapiere*, Heidelberg, 1937, p. 57.

Non è comunque necessario ricordare come sia ormai risalente la constatazione che l'autenticità dei titoli di massa può prescindere dal criterio dell'autografia della sottoscrizione: si pensi soltanto al § 793 (2) del BGB tedesco e prima ancora alla decisione del *Reichsgericht*, 24 giugno 1884, in *RGZ*, 14, 94 (che sintomaticamente si riferisce alla *Rechtssitte*); un criterio che del resto viene ora discusso anche con riferimento ai titoli individuali (v. infatti l'art. 6 del progetto UNCITRAL sulla cambiale internazionale, nel testo approvato alla sessione del 1987).

⁸ È d'obbligo ricordare sul punto la sottile analisi di questi schemi in d'Alessandro, «Fattispecie» e «disciplina» del titolo azionario, in *Riv. dir. civ.*, 1971, I, p. 501; v. pure i contributi di Pavone la Rosa, *Studi sulla polizza di carico*, cit., pp. 255 ss.; Ferri, *Le promesse unilaterali. I titoli di credito*, Milano, 1972, pp. 62 ss.; Martorano, *Lineamenti generali dei titoli di credito e cambiari*, Napoli, 1979, pp. 50 ss.; E. Ülmer, *Das Recht der Wertpapiere*, Stuttgart-Basel, 1938, pp. 59 ss.; e, per un recente riesame dello stato della dottrina tedesca sul punto, Hueck-Canaris, *Recht der Wertpapiere*, München, 1986, pp. 26 ss.; per una critica della distinzione cfr. invece Eichler, *System*, cit., p. 36; e Meier-Hayoz, *Wertpapierrecht*, Bern, 1985, pp. 109 ss.

⁹ Per esprimermi in sintesi, credo agevole osservare che i diversi orientamenti ricordati alle note 4 e 7 rappresentino un diverso modo di riferire i problemi da essi considerati, e che in buona parte risolvono omogeneamente, al profilo della «crea-

Infine, per tacer d'altro, il momento dell'emissione coinvolge direttamente la caratterizzazione del nostro titolo se «costitutivo», «dichiarativo», od altro ancora.¹⁰ Ciò, quanto meno, poiché in via di principio parrebbe trattarsi di predicati referibili necessariamente ad attività giuridiche, e solo per traslato a cose come lo stesso documento: ¹¹ sicché di nuovo è all'analisi del procedimento di emissione che ci si deve volgere per verificare quale di quei significativi assuma.¹²

3. L'esame credo che possa utilmente iniziare interrogandosi sui rapporti tra emissione del titolo azionario e sottoscrizione del capitale sociale. Si ritiene infatti che nella seconda debba ravvisarsi la «causa» della prima: ¹³ l'interrogativo coinvolge quindi direttamente un aspetto

zione» del titolo (con la possibilità allora di spiegarne il significato sul piano della sua «autenticità») oppure a quello della «causa». Credo anche chiaro che la plausibilità del primo approccio sia condizionata alla possibilità di dimostrare che non tutto quanto di fatto partecipa al momento della emissione costituisce un dato necessario per la «creazione» del titolo: altrimenti, infatti, rappresenterebbe un risultato soltanto verbale la negazione della sua «causalità» («in senso forte», secondo la terminologia proposta da d'Alessandro): v. appunto il rilievo di Spada, *Fattispecie, cit.*, p. 60; e Pellizzi, *L'unità, cit.*, p. 18.

¹⁰ Il tema, di cui vedremo tra breve l'importanza ai nostri fini, è tradizionalmente sottolineato dalla dottrina di lingua tedesca: cfr. per ora tra gli altri Zöllner, *Wertpapierrecht*, München, 1987, pp. 32 ss.; v. Godin-Wilhelmi, *Aktiengesetz*, I, Berlin-New York, 1971, sub § 10, Anm. 1; Meier-Hayoz, *Wertpapierrecht, cit.*, pp. 61 ss.; Eichler, *System, cit.*, p. 60; Jäggi-Druey-v. Greyerz, *Wertpapierrecht*, Basel und Frankfurt a. M., 1985, p. 103; v. però, per un tentativo di costruire il sistema sulla base della teoria dell'«efficacia preclusiva», d'Alessandro, *I titoli di partecipazione*, Ed. provv., Milano, 1968, pp. 233 ss.

¹¹ Il punto non richiede evidentemente particolari illustrazioni; v. comunque, per una chiara precisazione in argomento, Oppo, «Titolo 'incompleto' e titolo in bianco», in *Riv. dir. comm.*, 1951, I, 12 (a pp. 15 ss.); cfr. ancora, più di recente dello stesso autore, «Diritto cambiario, diritto cartolare, diritto comune: una discussione sui titoli di credito», in *Riv. dir. civ.*, 1979, II, 185 (a p. 189); e le pagine ancora istruttive di Carnelutti, *Teoria cambiaria*, Padova, 1937, pp. 66 ss.

¹² Pure è evidente, come già osservato a nota 9, che in discussione entra anche l'eventualità che si debbano introdurre distinzioni al riguardo, distinguendo cioè tra quanto di quel procedimento vale a «costituire» la situazione cartolare e quanto non incide direttamente su di essa; e cfr., con riferimento alle obbligazioni, lo spunto di Pavone la Rosa, *Studi, cit.*, p. 339, in nota.

¹³ In tal senso v. per tutti con particolare chiarezza, De Martini, «Azioni e obbligazioni», in *Enciclopedia della banca e della borsa*, Roma-Milano, 1968, pp. 1 ss. (a p. 24 ss.); cfr. anche, affermando la rilevanza di tale «causa» sul piano cartolare (con il limite dato dall'esigenze di tutela del possessore ignaro) sulla base delle norme a tutela del capitale sociale, Ascarelli, «La letteralità dei titoli di credito», in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 237, ivi a p. 266; v. pure, con accenti in parte diversi e richiamando la figura del negozio di accertamento, *Id.*, *Titoli causali e negozio di accertamento*, ora in *Saggi giuridici*, Milano, 1949, pp. 447 ss., ivi a pp. 452 ss.

di particolare significato per un'indagine intesa a verificare i dati normativi che condizionano la rilevanza cartolare del titolo e la caratterizzano.

Più concretamente proporrei di considerare la nota fattispecie in cui il titolo azionario, per un errore di trasmissione od altro, viene consegnato ad un soggetto diverso dal sottoscrittore, dovendosi allora discutere se ed in che limiti resta possibile utilizzare per la sua (evidentemente: successiva) circolazione i principi cartolari: il problema in sostanza se ed in che senso incide su tale piano il difetto (*a parte subiecti*) della sottoscrizione.

Tale fattispecie propone un interrogativo che mi pare decisivo ai nostri fini: se la l'atto con cui si sottoscrive la partecipazione, oltre a costituire la «causa» del titolo azionario, rappresenta anche un dato che partecipa al suo procedimento di emissione e se per tale via le vicende ad esso relative possono incidere, eventualmente pregiudicandola, sulla rilevanza cartolare del titolo stesso; un primo passo quindi per accertare quanto contribuisce a caratterizzare quel procedimento.

I termini della questione possono essere illustrati facendo riferimento ad una notissima disposizione del *Bürgerliches Gesetzbuch* ed alla discussione, un tempo estremamente vivace e non ancora sopita, riguardante la sua applicabilità ai titoli azionari. Mi riferisco al § 794 che, disciplinando direttamente la fattispecie considerata, pone il principio secondo cui chi sottoscrive una *Schuldverschreibung auf den Inhaber* è obbligato nei confronti del possessore (e vi è ormai concordia nello specificare in via interpretativa che deve trattarsi di un terzo possessore di buona fede) anche se il documento gli è stato sottratto, o lo ha smarrito, oppure è entrato altrimenti in circolazione senza la sua volontà.¹⁴

È questa una norma che ha svolto un ruolo decisivo nel tradizionale dibattito tra *Kreationstheorie* e *Vertragstheorie*.¹⁵ Il suo esame ha an-

¹⁴ Non è evidentemente il caso di ricordare l'amplissima letteratura su tale disposizione, del resto più che nota; mi limito quindi ad indicare il luogo ove più chiaramente si è dimostrato trattarsi di una tutela operante solo a favore del terzo acquirente di buona fede: Jacobi, *Die Wertpapiere im Bürgerlichen Recht des Deutschen Reichs*, Jena, 1901, pp. 174 ss.; e rinvio per il resto alla recente sintesi sul punto di Hüffer, *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, III, 2. München, 1986, sub §§ 793 e 794.

¹⁵ Cfr. infatti, in tempi di poco successivi all'entrata in vigore del BGB, le diverse opinioni di Langen, *Die Kreationstheorie im heutigen Reichsrecht*, Berlin, 1906, spec., pp. 9 ss.; *Id.*, "Inhaberschuldverschreibungen und Kreationstheorie", in *Archiv Bürg. Recht*, 30 (1907), 7; Manigk, *Willenserklärung und Willensgeschäft*, Berlin, 1907, pp. 324 ss.; Siegel, "Die Privatrechtliche Funktionen der Urkunde", in *Archiv civ. Praxis*, 111 (1913), 1 (a pp. 126 ss.); Eckardt, "Forderungspapiere in der Hand des

che fornito rilevanti contributi per la precisazione dell'assetto di interessi proprio dei titoli azionari.

La formula concettuale di cui per lo più ci si è avvalsi al riguardo è quella della «non-costitutività»: sia nel senso che la partecipazione azionaria può ovviamente sussistere anche senza l'emissione dei titoli sia, e soprattutto, nell'altro che non può essere sufficiente quest'ultima per costituire la prima.¹⁶ Da ciò si deduce, pur nell'evidente approssimatività della formula, un diverso atteggiarsi dell'alternativa tra *Kreationstheorie* e *Vertragstheorie* rispetto a ciò che avviene nella generale materia cartolare.

In effetti, trattandosi nel nostro caso di una posizione giuridica già di titolarità di un soggetto, il problema non necessariamente si esaurisce in un'analisi dei comportamenti dell'emittente e non può essere semplicemente risolto imponendo ad esso il rischio relativo alle ipotesi di irregolare emissione di cui stiamo discorrendo.¹⁷

Ausstellers und Eigentümergrundpfandrechte", in *Zeit. ges. Handelsrecht*, 89 (1926), p. 260; Jacobi, *Das Wertpapier als Legitimationsmittel*, München, 1906, pp. 23 ss.; *Id.*, "Forderungspapiere in der Hand des Ausstellers", in *Zeit. ges. Handelsrecht*, 91 (1928), p. 233. Per un primo approccio alle discussioni precedenti *cf.* invece tra gli altri Siegel, *Das Versprechen als Verpflichtungsgrund*, Berlin, 1873 (rist. del 1969), pp. 117 ss.; Brunner, "Die Werthpapiere" in *Endemanns Handbuch des Deutschen Handels-, See- und Wechselrechts*, II, Leipzig, 1882, p. 144 ss.; H. O. Lehmann, "Zur Theorie der Werthpapiere", in *Festgabe der Juristischen Fakultät zu Marburg für Georg Wilhelm Wetzell*, Marburg, 1890 (rist. del 1979), pp. 285 ss.; O. Gierke, *Deutsches Privatrecht*, II, Leipzig, 1905, pp. 108 ss.; Grünhut, "Zur Theorie des Wechsels", in *Grünhut Zeit.*, 19 (1892), 257 (spect. pp. 283 ss.).

Si tratta del resto di una discussione che ancora viene ripresa (e v. le indicazioni nel lavoro di Hüffer ricordato nella nota precedente), anche se non mancano le voci secondo cui avrebbe ormai perso gran parte del suo significato operativo: *cf.* per tutti Meier-Hayoz, *op. cit.*, p. 59; e prima ancora Heck, *Grundriss des Schuldrechts*, Tübingen, 1932, p. 410.

¹⁶ Per tale approccio al problema *cf.* tra gli altri v. Godin-Wilhelmi, *Aktiengesetz*, I, *cit.*, sub § 10, Anm. 1 e 5, e sub § 68, Anm. 3; Weil, *Die Namensaktie*, Freiburg i. Br., 1932, pp. 37 ss.; Hüffer, *op. cit.*, vor § 793, Anm. 23; Lutter, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1970, *Anhang zu § 68*, Anm. 9; Siegel, *op. cit.*, p. 133; Zöllner, *op. cit.*, pp. 183 s.

¹⁷ Superfluo è ricordare la lunga tradizione di pensiero che costruisce disposizioni come soluzioni normative come quelle del § 794 BGB avvalendosi di schemi imperniati sui concetti di «rischio» e relativa «responsabilità»: *cf.* in particolare O. Gierke, *Deutsches Privatrecht*, II, *cit.*, pp. 111 s. (sull'interpretazione di questa dottrina v. il dibattito tra Eckardt, *Forderungspapiere*, *cit.*, pp. 284 s.; e Jacobi, *Forderungspapiere*, *cit.*, pp. 260 s.); v. pure, con diverse sfumature, Manigk, *op. cit.*, p. 325 (che discorre di una responsabilità *ex lege*); Siegel, *op. cit.*, pp. 130 ss. (che, individuando una *Haftung ohne Erklärung*, attribuisce al § 794 BGB un carattere eccezionale, non suscettibile quindi di estensione analogica); H. O. Lehmann, *op. cit.*, pp. 316 ss. (che, parlando di un *Schadenersatz ohne Verschulden*, ritiene la soluzione compatibile con ogni teoria cartolare).

Per convincersi di ciò basta operare un confronto con la situazione che risulta dal verificarsi di fattispecie analoghe riguardo ad una cambiale. Se essa, predisposta in attuazione di un determinato rapporto, viene smarrita o sottratta prima della emissione, il problema di una tutela dell'acquirente di buona fede può essere risolto senza incidere in alcun modo sulla posizione del titolare del credito causale; si tratterà soltanto di verificare se, per effetto dell'applicazione dei principi sugli acquisti cartolari, a tale credito dovrà aggiungersi un altro di origine puramente cambiaria. Nel nostro caso invece si pone inoltre (o potrebbe porsi) l'interrogativo se ed in che senso tale vicenda può riflettersi sui diritti del titolare della partecipazione sociale, con una rilevanza quindi, potremmo dire, non soltanto cartolare, ma anche nei confronti del rapporto societario sottostante.

In sintesi, il presupposto della «non-costitutività» del titolo rilevante per la nostra fattispecie in un duplice e concorrente senso: dal punto di vista, per così dire, del terzo acquirente impedendo che il suo acquisto cartolare possa valere a «costituirlo» socio; dal punto di vista del socio, inducendo a ritenere che l'emissione del titolo, come non può «costituire» la sua posizione, neppure può determinarne la perdita.

Perciò nella dottrina tedesca è largamente prevalente l'orientamento che afferma l'inapplicabilità ai titoli azionari sia in via diretta del § 794 BGB sia più in generale del principio di diritto cartolare da esso desumibile. Esso si basa in sostanza su due motivazioni: da un punto di vista valutativo, in quanto criterio alla base di tale norma sarebbe quello per cui il rischio dello smarrimento od altre vicende analoghe prima dell'emissione del titolo deve porsi a carico di chi l'ha redatto, mentre nel nostro caso potrebbe in definitiva ricadere su altri soggetti (colui che con la sottoscrizione ha assunto la partecipazione azionaria), con una posizione addirittura di sostanziale indifferenza per la società;¹⁸ da un punto di vista sistematico, con il riconoscimento che

¹⁸ Sottolineano in particolare questo aspetto, tra gli altri, E. Ulmer, *Das Recht*, cit., pp. 68 s. (v. la chiara affermazione: «Der Aktionär, für den die Urkunde bestimmt war, kann sein Aktienrecht nicht verlieren, da die Aktie seinem Rechtskreis noch nicht zugehört hat; das Abhandenkommen des Papiers kann ihm nicht zugerechnet werden»); K. Lehmann, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, II, Köln, 1904 (rist. del 1964), p. 106; Veit Simon, *Die Interimsscheine*, Berlin, 1913, spec. p. 190; Lutter, in *Kölner Kommentar*, cit., Anhang zu § 68, Anm. 10 (ove discorre di una non imputabilità della vicenda); Staub, *Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, I, Berlin, 1900, *Exkurs* zu § 224, Anm. 12; Nägele, *Die Mitgliedschaftspapiere*, cit., pp. 51 s.; cfr. anche, da parte di chi pur propende per la contrapposta soluzione, il rilievo che la peculiarità della fattispecie risiederebbe nella circostanza secondo cui

(proprio in considerazione di tale eventualità) la «incorporazione» nel titolo della partecipazione azionaria presuppone una cooperazione del suo titolare e che quindi, dovendo essa in ipotesi realizzarsi mediante un *Begebungsvertrag*, la mancanza di quest'ultimo impedirebbe la tutela cartolare del terzo acquirente.¹⁹

4. Merita forse di soffermarsi un momento, prima ancora della necessaria analisi critica, sul senso generale di queste osservazioni e sulle loro implicazioni sia per il problema specifico sia per la caratterizzazione del titolo azionario.

Esse in effetti, a ben guardare, ponono al centro del discorso una questione di tutela del («vero») socio ed affermano in sostanza una prevalenza dei suoi interessi rispetto a quelli del possessore del titolo.

non si dibatte tanto di una responsabilità dell'emittente, quanto di un *Rechtsverlust* a carico di altri: Canaris, *Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht*, München, 1971, p. 253; v. infine, in un ambiente giuridico ovviamente diversissimo e nel quale la *negotiability* del *share certificate* è ancora incerta (a differenza di quanto avviene in Stati Uniti), lo spunto di *Gower's Principles of Modern Company Law*, London, 1979, p. 436.

¹⁹ Evidente è in proposito, salvo quanto sarà necessario precisare in seguito, la suggestione che al riguardo esercita la prospettiva generale della *Vertragstheorie*, costruzione attualmente di gran lunga prevalente presso dottrina tedesca soprattutto nella formulazione adottata da Jacobi e con i contemperamenti quindi che le derivano da una *Rechtsscheintheorie* (v. i lavori ricordati a nota 15, cui adde, *Wchsel- und Scheckrecht*, Berlin, 1956, pp. 93 ss.; *Die Wertpapiere im Bürgerlichen Recht*, cit., pp. 166 ss.; e "Die Wertpapiere", in Ehrenberg, *Handbuch des gesamten Handelsrecht*, IV, 1, Leipzig, 1917, pp. 282 ss.; e v., pero un antico esempio di *Vertragstheorie* senza quel temperamento, Unger, *Die rechtliche Natur der Inhaberpapiere*, Leipzig, 1857, p. 107): cfr. pero tutti Eneccerus-Lehman, *Recht der Schulverhältnisse*, Tübingen, 1954, pp. 815 ss.; Larenz, *Lehrbuch des Schuldrechts*, II, München, 1977, pp. 440 ss.; Hueck-Canaris, *Rechts*, cit., pp. 28 ss.; Zöllner, *Wertpapierrecht*, cit., pp. 33 ss.; per delle voci divergenti v. invece, con diverse sfumature, E. Wolf, *Lehrbuch des Schuldrechts*, II, Köln-Berlin-Bonn-München, 1978, pp. 387 ss.; e soprattutto E. Ulmer, *Das Recht*, cit., pp. 32 ss.; *Id.* (con importanti precisazioni), "Der Einwendungsausschluss im einheitlichen Wechselgesetz", in *Funktionwandel der Privatrechtsinstitutionen. Festschrift für Ludwig Raiser*, Tübingen, 1974, pp. 225 ss. (a pp. 233 ss.).

Sintomatico è del resto che, laddove espressamente ci si orienta per la *Kreations-theorie*, al problema qui considerato venga data una soluzione tendenzialmente contrapposta a quella cui si accenna nel testo: v. infatti Langen, *Die Kreations-theorie*, cit., spec. p. 81; Scheer *Der Interimsschein der Aktiengesellschaft*, Diss. Hildesheim, 1911, pp. 38 ss.; e da noi Gasperoni, *Le azioni di società*, Padova, 1942, p. 101 e p. 156.

Preme comunque fin d'ora osservare che, pur essendo indubbia l'incidenza di questi temi generalissimi rispetto alla nostra specifica questione, non vi è una necessaria corrispondenza meccanica tra gli uni e l'altra: la più chiara riprova di ciò è, come vedremo tra breve, il fatto che proprio Jacobi rappresenta ancora la più autorevole e convincente voce di dissenso nei confronti della soluzione prevalentemente adottata per il nostro argomento.

Il conflitto che si vuole in tal modo risolvere è caratterizzato dalla circostanza che un comportamento della società potrebbe incidere, eventualmente pregiudicandola, sulla posizione del socio.

Questa è, mi sembra, la funzione tecnica di quel *Begebungsvertrag*. Si mouve dalla constatazione che l'emissione del titolo implica sostanzialmente una modificazione del regime circolatorio della partecipazione sociale, ed in tal senso altera la posizione del socio, in particolare esponendolo al rischio di un altrui acquisto cartolare;²⁰ se ne deduce l'esigenza che siffatta modificazione sia, per così dire, imputabile al socio stesso e che esso quindi, tramite appunto la partecipazione al *Begebungsvertrag*, concorra al suo prodursi: ciò non sarebbe invece possibile unilateralmente alla società.²¹

Su questo piano il discorso potrebbe addirittura sembrare capovolto rispetto a quello consueto per la materia cartolare. L'esigenze da porre per la valida emissione del titolo non sarebbero qui volte alla tutela dell'emittente, bensì di chi, sulla base del rapporto sottostante, ha diritto alla sua consegna: la lesione di tale diritto pregiudicherebbe la rilevanza cartolare del titolo stesso.²²

²⁰ In questo senso, ed appare banale osservarlo, sembra evidente che il valore soltanto «dichiarativo» dei titoli azionari rappresenta una formula utilizzabile a fini solo descrittivi e non può certamente nascondere il suo significato comunque *rechtsändernd*: così Meier-Hayoz, *op. cit.*, pp. 61 s.; e v. pure, tra gli altri, gli spunti di Kümpelel, "Die Emission von Wertpapierurkunden mit Unterschriften pensionierter oder verstorbener Vorstandsmitglieder", in *Festschrift für Wienfried Werner*, Berlin-New York, 1984, pp. 447 ss. (a p. 452); e Schorr v. Carosfeld, "Der Wechsel als Rechtskomplex", in *Festschrift für Heinrich Lehmann*, II, Berlin-Tübingen, 1956, pp. 594 ss. (a p. 597).

²¹ Da ciò la diffusa opinione secondo cui l'«incorporazione» della partecipazione nel titolo non si realizza se non a partire dal momento in cui esso è rilasciato al titolare della prima: v. per tutti, con rilevanti differenze poi rispetto alla individuazione dei requisiti di tale «rilascio», v. Godin-Wilhelmi, *Aktiengesetz*, I, *cit.*, sub § 68, Anm. 2; Weil, *Die Namensaktie*, *cit.*, p. 39; Secretan, "L'émission frauduleuse de papiers-valeurs en surnombre, considérée du point de vue du droit civil", in *Recueil de travaux de la Faculté de droit*, Lausanne, 1958, pp. 63 ss. (a p. 68); Lutter, in *Kölner Kommentar*, *cit.*, sub § 67, Anm. 3; Langen, *Die Kreationstheorie*, *cit.*, p. 78; Nägele, *op. cit.*, p. 52; Zöllner, *op. cit.*, p. 184; Hueck-Canaris, *op. cit.* p. 217; cfr. pure, utilizzando ad altro proposito questo assunto, Hachenburg, "Aktienrechtliche Fragen zum Wertpapierbereinigungsgesetz", in *JZ*, 1952, 13; e, per una comparazione con il concetto di *issue* nel *Uniform Commercial Code* statunitense (ivi non definito in tema di *securities*, ma solo di *commercial papers*), Guttman, "Article 8 Investment Securities", in *Rutgers Law Rev.* (1962) 17, p. 136 (a p. 140).

²² Questi rilievi, la constatazione cioè dei motivi assolutamente peculiari che caratterizzano la nostra specifica questione, consentono di prescindere in questa sede da un esame generale dell'alternativa tra *Vertragstheorie* e *Kreationstheorie*, e ci esonerano quindi dalla necessità di approfondire le regioni per cui, salvo voci isolate (pur della massima autorevolezza, come quelle di Vivante, Ferri e Pavone la Rosa), presso la nostra dottrina prevale la seconda: cfr. per tutti ora Martorano, *Lineamenti*,

5. Mi chiedo però se, qualora si volesse riconoscere tale tutela nei termini prospettati, non si vada in realtà eccessivamente oltre il sistema cartolare generale e non si assegni in tal modo ai titoli azionari una posizione talmente eccentrica da svuotare per gran parte di contenuto il loro inserimento in esso.

Se si considera infatti che in tesi generale l'attuale tendenza è di avvalersi della regola posta dall'art. 1994 cod. civ. per risolvere i problemi relativi alla involontaria o comunque «viziata» emissione del titolo,²³ appare chiaro che per quanto ci concerne verrebbe ad essere

cit., p. 167; e, per ricordare i contributi probabilmente decisivi in tal senso, Arcangeli, *Sulla teoria dei titoli di credito in particolare della cambiale, ora in Scritti di diritto commerciale ed agrario*, III, Padova, 1936, pp. 39 ss. (spec., pp. 44 ss.); Messineo, *I titoli di credito*, I, Padova, 1933, pp. 206 ss.; Bonelli, "Contributo ad una teoria scientifica dei titoli di credito", in *Giur. it.*, 1897, IV, 1; *Id.*, "Appunti sulla natura giuridica dei titoli di credito", in *Riv. dir. comm.*, 1908, I, 513; A. Scialoja, "La dichiarazione unilaterale di volontà come fonte di obbligazioni", in *Saggi di vario diritto*, Roma, 1927, pp. 59 ss. (a pp. 99 ss.); Ascarelli, "Titolarità e costituzione del diritto cartolare", in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 509 (a pp. 538 ss.); Ferrara jr., *La girata della cambiale*, Roma, 1935, pp. 114 ss.

²³ La tendenza è ben nota, anche se forse non completamente chiara in tutti i suoi contorni ed implicazioni: v. per tutti Pavone La Rosa, *La cambiale, cit.*, pp. 591 ss.; Pellizzi, *Principi, cit.*, pp. 101 ss.; Mengoni, "La regola «possezzo vale titolo» nella circolazione dei titoli di credito e i rapporti fra l'art. 1994 e l'art. 1153 c.c.", in *Banca borsa ecc.*, 1949, I, 12 (spec. p. 19 e pp. 42 ss.); Libertini, "Premesse a una revisione della teoria unitaria dei titoli di credito", in *Banca borsa ecc.*, 1972, I, 192 (a pp. 250 ss.); Panzarini, "La tutela dell'acquirente nella vendita dei titoli di credito", in *Riv. dir. comm.*, 1959, I, 252 a 329 (a p. 336); prima ancora, per indicare alcuni contributi che hanno svolto un ruolo decisivo in questa direzione, oltre agli scritti di Ascarelli cui si fa cenno *infra* a nota 25, Arcangeli, *Sulla teoria, cit.*, pp. 141 ss.; Bigiavi, *I vizi della volontà, cit.*, pp. 133 ss.; e, per uno spunto di tipo impressionistico, lo stesso Vivante, "Natura dell'obbligazione assunta sottoscrivendo un titolo di credito", in *Riv. dir. comm.*, 1904, I, p. 10 (a p. 14; «la dolorosa situazione del proprietario spogliato senza la sua volontà corrisponde alla dolorosa situazione di chi diventa debitore senza volerlo»).

Sintomatico è comunque, e può esserne una conferma la frase di Vivante appena riportata, che la tendenza cui si accenna pur quando formulata in termini generali concerne in realtà problemi tipici della materia *cambiaria*; ciò spiega perché il suo accoglimento dalla maggioranza della dottrina tedesca si traduca poi in una articolazione delle eccezioni più ampia di quella formalmente prevista dal sistema ginevrino (introducendo in particolare l'ulteriore categoria delle *Gültigkeitseinwendungen*, da assoggettare ad una disciplina ricavata dalle regole per la rivendicazione del titolo e per la cambiale in bianco): cfr. soprattutto Canaris, "Der Einwendungsausschluss in *SchJZ*, 1979, p. 153; Hefermehl, "Zum Anwendungsbereich des Art. 17 WG", in "Das Vertrauensprinzip und die Lehre vom Einredenausschluss im Wechselrecht", in *SchJZ*, 1989, p. 153; Hefermehl, "Zum Anwendungsbereich des Art. 17 WG", in *Zeit. ges. Handelsrecht*, 144 (1980), p. 34; e, con alcuni distinguo K.-P. Martens, "Begebungsvertrag und Wechselblankett", in *JZ*, 1973, p. 441; mentre è ugualmente sintomatico che le voci critiche rispetto a questo orientamento si basino tra l'altro su caratteristiche specifiche del sistema cambiario ginevrino, per esempio sul suo significato di legge uniforme: v. in particolare E. Ulmer, *Der Einwendungsausschluss*,

adottata una soluzione ben più radicale: si riconoscerebbe al socio una tutela molto più incisiva (sostanzialmente «assoluta» persino di quella normalmente consentita all'emittente di un titolo di credito, una tutela cioè operante anche nei confronti dell'acquirente di buona fede. La collocazione dei titoli azionari nel sistema rappresenterebbe così un vero e proprio *unicum*; per essi, volendo utilizzare l'ormai classica terminologia tedesca, la *Vertragstheorie* assumerebbe una portata talmente rigida da escludere anche i contemperamenti cui può indurre l'utilizzazione della *Rechtsscheintheorie*.²⁴

In ogni caso mi sembra necessario chiedersi se effettivamente tale risultato applicativo e le sue (a mio parere gravi) implicazioni sistematiche possano essere giustificati alla luce degli interessi coinvolti nella fattispecie.

Si considerino, seppur in forma stilizzata, le posizioni dei tre protagonisti della vicenda. Per quanto concerne il terzo acquirente del titolo mi pare evidente la sua «aspirazione» alla tutela cartolare, tutela che gli sarebbe riconosciuta se si applicasse la disciplina generale;²⁵ per

cit., spec. pp. 241 ss.; Meier-Hayoz, *Wertpapierrecht, cit.*, pp. 73 ss.; e Huber, "Einwendungen des Bezogenen gegen den Wechsel", in *Festschrift für Werner Flume*, II, Köln, 1978, pp. 83 ss. (spec. pp. 111 ss.).

²⁴ Si afferma cioè, per riportare un'espressione particolarmente incisiva, che: «*gibt es keinen Schutz des gutgläubigen Erwerbers gegen Einwendungen, welche di Gültigkeit des Ausgabe der Aktie betreffen*» Würdinger, *Aktienrecht und das Recht der verbundenen Unternehmen*, Heidelberg-Karlsruhe, 1981, p. 56.

²⁵ Una tutela la quale poi potrebbe assumere una diversa incisività a seconda che si ritenesse applicabile nella specie l'art. 1994 cod. civ. oppure la regola del secondo comma dell'art. 1993 cod. civ.; e v. inoltre, interrogandosi anche sul ruolo che nell'utilizzazione del primo può svolgere il principio proprio del nostro ordinamento che afferma la «causalità» degli atti traslativi, Mengoni, "Il trasferimento dei titoli di credito nella teoria dei negozi traslativi con 'causa esterna'", in *Banca borsa ecc.*, 1975, I, 385, spec., pp. 391 ss.; cfr. però gli spunti critici di Spada, "Sintesi di informazione", in *Riv. dir. civ.*, 1977, II, pp. 605 ss.; e, per una replica intesa ad ipotizzare un «atto astratto» nell'emissione del titolo, Pellizzi, *Principi, cit.*, pp. 115 s.; per una recente adesione cfr. invece Troisi, "Appunti sull'astrattezza negoziale", in *Rass. dir. civ.*, 1987, 401 (p. 426).

Non nuovo del resto è il tentativo di individuare una categoria di eccezioni che, in quanto connesse all'emissione del titolo, sarebbero opponibili al terzo semplicemente in base alla sua mancanza di buona fede: v. la dottrina tedesca ricordata a nota 23 e, prima ancora da noi, soprattutto Ascarelli, *Titolarità, cit.*, spec., pp. 543 ss.; *Id.*, "La teoria giuridica della circolazione e i titoli di credito negli studi recenti", in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 543 (a pp. 572 s.); *Id.*, *Saggi giuridici*, Milano, 1949, pp. 463 ss.; ed in particolare, con riferimento al nostro specifico tema, *La letteralità, cit.*, p. 266 (laddove, ritenuto che la causalità) del titolo azionario possa giustificare la soluzione secondo cui «la società riconosce bensì il titolare dell'azione come azionista, ma che detto riconoscimento è destinato a cadere di fronte alla semplice dimostrazione della sua difformità della realtà», si soggiunge che: «la difformità dell'apparenza dalla realtà tuttavia potrà essere fatta valere solamente di fronte al possessore sciente di detta difformità, quand'anche in buona fede nell'acquisto del titolo, non invece di

quanto concerne la società emittente, la situazione risulta certamente più ambigua, potendo postularsi un suo interesse a tutelare il proprio socio, ma anche alla «credibilità» dei titoli che emette;²⁶ per quanto concerne infine il socio, la sua posizione è evidentemente caratterizzata da un interesse acché la titolarità della partecipazione sociale non venga pregiudicata da fatti ad egli non imputabili.

Se così è, sembra agevole riconoscere in quest'ultimo interesse il profilo critico della vicenda ed è forse lecito fin d'ora dubitare che esso, al di là delle necessarie precisazioni,²⁷ possa giustificare risultati applicativi come quelli in discussione. Mi limito in proposito a due sole osservazioni di carattere generale.

Per un verso credo debba considerarsi che, specie adottando quale termine di confronto principi come quello posto dall'art. 1994 cod. civ., un rilievo ben ridotto possano assumere valutazioni basate sul concetto di rischio e sulla sua imputabilità: se non altro in quanto si tratta di valutazioni che già in tesi generale risultano da tempo superate per la disciplina degli acquisti *a non domino*.²⁸

fronte al possessore ignaro»; v. però le critiche in sede generale di Bigiavi, *I vizi, cit.*, pp. 85 ss.; e Oppo, "Titolo 'completo' e titolo in bianco", in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1951, p. 607 (a p. 637).

²⁶ Cfr. anche, affermando una legittimazione della società a rivendicare i titoli illegittimamente emessi e ritenendo in tal senso che essa «ha tutto l'interesse a domandarne la restituzione, fino a quando non si riconoscerà, nei riguardi degli interessati, che la consegna alla Banca sia stata regolare. Ha l'interesse poichè trovasi esposta con la sua diretta responsabilità verso il sottoscrittore», Cass., 20 giugno 1936, in *Giur. it.*, 1936, I, 1, 748.

²⁷ E chiaro infatti, come vedremo tra breve, che tale interesse può atteggiarsi diversamente a seconda che si ritenga che l'eventuale acquisto del terzo vale ad eliminare oppure no la pretesa del socio ad ottenere il rilascio del titolo azionario corrispondente alla sua partecipazione: nel primo caso si tratta di un interesse ad evitare la perdita di un diritto (pour ovviamente reintegrabile nella forma del risarcimento del danno), nel secondo tale diritto risulterebbe di per sè intatto, derivando eventualmente dalla vicenda soltanto una diminuzione del *quantum* di partecipazione del socio (ciò per l'esigenza di ridurlo al fine di conservare l'importo stabilito del capitale sociale e in ogni caso per una riduzione della sua «quota» proporzionale di partecipazione nella società).

²⁸ Così per tutti Mengoni, *Gli acquisti «a non domino»* Milano, 1968, pp. 92 ss.; e v. anche, con specifico riferimento al nostro tema lo spunto di Canaris, *Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht*, München, p. 254; cfr. invezze, ma in un sistema che come accentato ancora non riconosce la piena *negotiability* dei titoli azionari ed utilizza per essi i principi dell'*estoppel*, Pennington, *Company Law*, London, 1985, p. 377.

Non è il caso del resto di sottolineare che, pur non essendo omogenea la posizione dei diversi ordinamenti sul tema generale accennato (e v. ora la recente sintesi comparatistica di Ferreri, "Sulla perseguibilità dei beni mobili. Tentativi di riforma", in *Riv. dir. civ.* 1987, I, p. 349), chiara è la tendenza nel diritto comparato volta ad accentuare comunque, anche nei confronti della disciplina generale, la tutela dell'ac-

D'altra parte, pur se si volesse discutere in questi termini, ugualmente non sembra che la questione potrebbe ritenersi integralmente chiarita. In particolare non potrebbe escludersi che l'analisi debba tener conto anche della specifica posizione della società, come ente esponenziale degli interessi dei soci, e che quindi il rischio (in ipotesi) imposto alla prima possa essere inteso come l'eventualità di un pregiudizio per la collettività costituita dai secondi. Da questo punto di vista potrebbe dubitarsi sia della reale estraneità alla vicenda del socio interessato sia della correttezza di postulare *a priori* una sorta di indifferenza della società rispetto al modo in cui viene risolto un conflitto originato da una situazione di rischio alla quale essa è esposta in relazione a propri comportamenti e che ricade in definitiva sui suoi membri.²⁹

6. Come si vede, da questa rassegna dei dati che incidono sulla questione appare chiara la sua complessità, ben al di là di quanto potrebbe far pensare il rilievo in definitiva marginale dello specifico problema applicativo. Forse ora è anche possibile tentare un riordinamento di tali dati al fine di elaborare un'ipotesi di soluzione.

In effetti, se essi sono stati correttamente individuati, il problema può essere scomposto in considerazione del diverso atteggiarsi degli interessi di quelli che abbiamo visto essere i protagonisti della vicenda: la società, il socio ed il terzo acquirente del titolo. Ferma ovviamente restando la necessità di ricondurre poi l'indagine ad unità, il discorso può essere allora svolto considerando analiticamente un triplice ordine di rapporti e di potenziali conflitti d'interesse.

Si tratta in primo luogo del rapporto socio-società. Con riferimento ad esso assume un valore decisivo il problema di precisare il momento in cui si realizza la *Verbriefung* della partecipazione nel documento, il momento quindi a seguito del quale il socio è esposto ai rischi connessi alla «cartolarizzazione» della sua posizione giuridica.

Non credo ormai sia bisogno di sottolineare il ruolo di tale momento ai nostri fini. Comunque lo si determini, esso si caratterizza per due aspetti indubbiamente centrali: da un lato, realizzatasi quella *Verbriefung*, ne deriva che la circolazione della partecipazione azionaria è

quirente di un titolo di credito: e v. anche lo spunto di Oppo, *Diritto cambiario*, cit., p. 198.

²⁹ V. infatti, ritenendo che la vicenda, in quanto imputabile agli organi sociali, senza contraddizione può considerarsi un «rischio» cui è esposta la collettività dei soci. le fondamentali pagine di Jacobi, *Die Wertpapiere*, cit., pp. 324 ss.; nello stesso senso v. pure Hueck-Canaris, *op. cit.*, p. 219; cfr. però, discutendo criticamente questa prospettiva, Nägele, *Die Mitgliedschaftspapiere*, cit., pp. 54 ss.

sottoposta alle regole della circolazione cartolare applicabili al documento; dall'altro, «incorporata» nel documento la posizione del socio, ad egli non sarebbe più possibile riconoscere un'ulteriore pretesa al rilascio del titolo azionario.³⁰

Mi sembra chiaro anzi che, limitando il discorso sul piano dei rapporti socio-società, il profilo veramente decisivo sia il secondo. Su questo piano infatti, se non m'inganno, si tratta soprattutto di accertare a partire da quale momento al socio non compete più la *pretesa* ad ottenere la consegna di un titolo che «incorpori» la sua partecipazione; se tale pretesa potesse invece ugualmente permanere, se quindi il ruolo di quella *Verbriefung* non incidesse su di essa e si esaurisse nel rendere possibile un acquisto cartolare del terzo, la vicenda non sarebbe idonea a riflettersi direttamente sulla posizione del socio, ma solo *indirettamente* quale membro del gruppo societario.³¹

In definitiva, penso che la fattispecie in esame può concretamente tradursi in un conflitto tra il socio e la società nel momento in cui il primo esercita la sua pretesa al rilascio di titoli corrispondenti alla sua partecipazione. In tale momento si tratta di valutare se è possibile alla società opporre a questa pretesa un'eccezione fondata appunto sulla già intervenuta emissione del titolo: eccezione che potrebbe in ipotesi essere basata su una duplice motivazione, sostenendosi da un lato che ugualmente, pur nell'anomalia della vicenda, la società abbia adempiuto l'obbligo corrispondente a quella pretesa del socio, adducendo dall'altro un'impossibilità giuridica di adempiere per effetto dell'acquisto cartolare del terzo.

In questo senso l'affermata esigenza di un *Begebungsvertrag* rappresenta, al di là dei suoi nessi con la teoria cartolare generale, l'introduzione di una regola secondo cui l'adempimento di quell'obbligo da parte della società non potrebbe avvenire senza la cooperazione del socio.³²

³⁰ Sottolineano tra gli altri questo aspetto, pur in un quadro concettuale ben diverso, ma ugualmente utilizzandolo come argomento per escludere nel nostro caso la tutela cartolare del terzo acquirente, Ferri, *I titoli di credito*, Torino, 1965, p. 108; e Flechtheim, in Düringer-Hachenburg, *Handelsgesetzbuch*, III, 3, Mannheim-Berlin-Leipzig, 1933, *Vorbem.*, zu §§ 222-223, Anm. 4.

³¹ Nel senso che ne potrebbe derivare un'ipotesi di soluzione per cui, salvaguardandosi da un lato l'acquisto del terzo, e permanendo dall'altro la pretesa del socio al rilascio di un (altro) titolo azionario, l'interesse su cui s'inciderebbe sarebbe non quello del singolo socio, bensì dell'intero gruppo cui parteciperebbe un ulteriore soggetto.

³² In argomento v. le indicazioni *supra* alle note 21 e 22.

Lo schema logico potrebbe forse essere sintetizzato nel modo seguente: supposto che in mancanza di quel *Begebungsvertrag* permanga intatta la pretesa del socio al

Sintomatico è del resto che a volte nella dottrina tedesca si sia proposto di utilizzare per la valutazione del comportamento della società criteri in sostanza corrispondenti a quello generale della *Konkretisierung*: uno schema appunto tipicamente destinato alla verifica dell'adempimento ed alla distribuzione tra le parti del rischi connessi.³³

Credo però lecito chiedersi, d'altra parte, se il discorso debba necessariamente essere impostato in questi termini. In base ad essi i rapporti tra socio e società vengono intesi secondo gli schemi caratteristici dei rapporti interindividuali, come relazione cioè tra un creditore ed un debitore; resta in ombra invece un altro aspetto che a me pare non trascurabile (e comunque non trascurabile a priori), quello concernente il rapporto *organizzativo* tra essi e di conseguenza la portata (anche) organizzativa dell'emissione del titoli azionari.

In effetti l'emissione del titolo non costituisce soltanto (direi; non tanto) la soddisfazione di una pretesa del socio, ma anche e soprattutto un momento dell'organizzazione societaria.³⁴

Seciò è esatto, come a me pare, esso deve venire valutato non semplicemente alla stregua della sua idoneità a soddisfare l'interesse individuale del socio, ma prima ancora per la sua coerenza con l'esigenze e regole organizzative della società.

Il punto può essere forse meglio illustrato considerando quel profilo del «rischio» che tanta parte abbiamo visto assumere nella nostra tematica. Riterrei cioè non del tutto azzardato osservare che nel caso in esame il «rischio» del socio non è quello generico di un creditore, ma si caratterizza per la circostanza che il suo interesse deve essere

rilascio del titolo, il riconoscimento della tutela cartolare al terzo acquirente implicherebbe la coesistenza di due titoli con riferimento alla stessa partecipazione; non essendo ciò possibile, sarebbe necessario escludere il valore cartolare da quello indebitamente entrato in circolazione.

D'altra parte, al di là di ogni rilievo critico, meriterebbe forse anche di chiedersi se non potrebbe influire su tale schema logico il diverso atteggiarsi dell'ordinamento italiano in punto di consenso traslativo: se il discorso infatti potesse essere soltanto formale, si potrebbe anche porre l'interrogativo se la cooperazione del socio non sia già ravvisabile nella prestazione del consenso all'atto della sottoscrizione, se essa cioè non sia in effetti sufficiente per quell'attribuzione della "proprietà cartolare" che si suppone necessaria ai fine della *Verbriefung* della partecipazione.

³³ In tal senso *cfr.* soprattutto Veit Simon, *Die Interimsscheine, cit.*, pp. 187 ss.; *ev.*, per una chiara sintesi delle diverse posizioni sul punto, Zöllner, *Wertpapierrecht, cit.*, p. 184.

³⁴ Conformemente del resto alla più ampia prospettiva secondo cui i rapporti tra soci e società nelle società di capitali non sono definibili secondo lo schema diritto soggettivo-obbligo, bensì essenzialmente in termini organizzativi: sul punto per qualche indicazione, mi permetto di rinviare al mio, *La società nulla*, Milano, 1975, pp. 116 ss.

realizzato mediante un procedimento regolato con l'organizzazione societaria; con la conseguenza che rientra nell'ambito di quei «rischio» l'eventualità che, pur rispettate le regole del procedimento, tale interesse non risulti soddisfatto.³⁵

Mi sembra quindi che il rapporto socio-società non possa essere impostato nella nostra fattispecie sul piano schematico di una verifica in termini di esattezza dell'adempimento e mi sembra soprattutto che, adottando invece la prospettiva dell'organizzazione societaria e dei procedimenti mediante cui si realizza, venga meno l'esigenza di una cooperazione del socio come postulata predicando quel *Begebungsvertrag*. Nulla di strano, per esempio, che la destinazione del titolo ad «incorporare» una *specificata* partecipazione azionaria, e quindi l'individuazione del socio in ipotesi coinvolto dalla vicenda, venga determinata unilateralmente dalla società: nulla di strano, cioè, che a tal fine si possa prescindere da ogni sorta di consenso del socio stesso e ci si debba volgere invece unicamente ai dati oggettivi che possono ricavarsi dal modo in cui il procedimento di emissione si è concretamente svolto.³⁶

7. Questi ultimi spunti possono forse confermare che, pur volendone ammettere la rilevanza nella generale materia cartolare, i paradigmi negoziali non sono comunque idonei a consentire una integrale comprensione della vicenda mediante cui avviene l'emissione dei titoli azionari.³⁷ Decisivo è invece il suo valore procedimentale per l'organizzazione societaria.

³⁵ Sotto questo profilo, cioè, la situazione mi sembra quella consueta nel sistema delle società di capitali: laddove in via di principio le «pretese» del socio si volgono a procedimenti dell'organizzazione societaria e si risolvono quindi nell'esigenza che siano rispettate le relative regole; non si dirigono invece immediatamente alla soddisfazione del suo interesse individuale.

³⁶ In effetti, è consueto evidenziare l'esigenza, con riferimento ai problemi qui esaminati, di una *individuazione* del socio (*rectius*: della partecipazione azionaria) coinvolto dalla vicenda: cfr. le indicazioni *supra* a nota 33; e tra gli altri Flechtheim, *op. cit.*, *Vorbem*, zu § § 222-223, Anm. 4; e A Siegwart, "Die Aktiengesellschaft", in: *Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch*, (art. 620-659), Zürich, 1945, p. 175: credo però possibile osservare che, se l'emissione dei titoli azionari rappresenta un *momento dell'attività sociale*, non è probabilmente corretto volgersi in proposito a schemi elaborati per la vendita e lo scambio (come anche quelli imperniati su un ipotetico effetto traslativo. *ev.* per esempio Langen, *Die Kreationstheorie*, *cit.*, p. 78; e v. Godin-Wilhelmi, *op. cit.*, sub § 68, Anm. 3); preferibile invece cercare la soluzione sul piano dei procedimenti per cui quell'attività si svolge e delle loro regole.

³⁷ Idoneità del *recto* radicalmente contestata per l'intera materia cartolare da Chiomenti, *Il titolo di credito*, *cit.*, spec. pp. 119 ss. e pp. 163 ss.; e v. già gli spunti di A. Scialoja, *La dichiarazione unilaterale*, *cit.*, pp. 100 ss.

Vorrei aggiungere che questa prospettiva (mi) pare la più idonea ad intendere, al di là delle formule, il senso di quella «non-costitutività» del titolo azionario de cui abbiamo preso le mosse. Non si tratta, come ovvio, di negare assurdamente che la sua emissione sia produttiva di effetti giuridici, (ma di riconoscere che tali effetti non s'individuano in un'attribuzione patrimoniale della società al socio, bensì concernono una *vicenda organizzativa*. In conseguenza dell'emissione del titolo si realizza infatti una modificazione con riferimento sia alla legge di circolazione della partecipazione azionaria sia ai dati che concretamente determinano la posizioni organizzative all'interno della società.

Penso anzi che, dal punto di vista della società, l'accento debba essere posto soprattutto su quest'ultimo aspetto. Mi sembra cioè che il rilievo per essa di quella legge di circolazione, chiaramente evidenziato dalla *esclusiva* competenza statutaria al riguardo,³⁸ esprima un suo interesse non tanto riferito direttamente ai modi in cui la partecipazione può essere trasmessa, quanto alle loro implicazioni per ciò che concerne il suo assetto organizzativo, in definitiva il momento della *legittimazione* all'esercizio dei diritti sociali.³⁹

Ne risulta un chiarimento forse decisivo in merito anche all'altro rapporto coinvolto dalla nostra vicenda, quello *società-terzo acquirente* del titolo. In particolare, ne risulta l'inutilizzabilità al fine di valutare questo rapporto, e di dirimere il conflitto che può caratterizzarlo, di una regola come quella contenuta nell'art. 1994 cod. civ.

Il punto merita di essere brevemente precisato. Se non m'inganno, la possibilità di avvalersi di quella norma anche con riferimento ai rapporti tra emittente e possessore del titolo di credito presuppone che nell'emissione si ravvisi il fatto attributivo di una posizione giuridica e che si possa porre quindi un problema concernente la legittimità ed efficacia del suo acquisto.⁴⁰ Dal punto di vista qui prospettato, pur senza affrontare il tema generale,⁴¹ manca invece proprio questo fatto

³⁸ Basta in proposito considerare la peculiarità per cui la legge di circolazione del titolo azionario non può essere modificata in nessun modo dal suo possessore, al quale quindi è per esempio preclusa la possibilità di una girata con clausola «non all'ordine»: *ev.* già lo spunto di K. Lehmann, *Das Recht*, cit., II, p. 111.

³⁹ Per qualche indicazione sul punto mi permetto rinviare alle mie, *Note preliminari*, cit., *passim*.

⁴⁰ La premessa è chiarissima nel saggio di Mengoni ricordato *supra* a nota 25.

⁴¹ Non mancano del resto, già in sede generale, i motivi di dubbio e perplessità. Se si considera per esempio la notissima prospettiva elaborata da Ferri, su cui avremo tra breve modo di ritornare, ci si accorge della opinabilità di entrambe le

attributivo: l'emissione del titolo azionario non implica l'attribuzione di una (in qualche modo diversa) situazione giuridica, bensì una modificazione dei dati organizzativi sulla cui base si deve svolgere l'attività sociale. Nell'ottica della società, anzi, questa modificazione organizzativa si realizza *oggettivamente* per il fatto stesso della emissione e prescinde in quanto tale da problemi concernenti l'acquisto del titolo.⁴²

Si addotti d'altra parte, assumendo un punto di vista che può consentire maggiore chiarezza, la *prospettiva del primo prenditore* e si confronti la situazione con quella relativa alla cambiale. Per essa è forse possibile (anche se opinabile) valutare l'emissione come un'operazione che attribuisce al prenditore un «diritto cambiario», e porsi quindi il problema del modo in cui questo viene acquistato; nel nostro caso, invece, si tratta di una diversa soluzione organizzativa in conseguenza della quale mutano i presupposti per l'esercizio dei diritti sociali da parte del socio-prenditore: sicché da un lato tale diversa soluzione s'impone ad esso senza l'esigenza di alcuna sua cooperazione,⁴³ dall'altro sarebbe evidentemente fuer di luogo discutere della sua posizione in termini di validità di una attribuzione.

Consequenziale è allora osservare che in questa situazione avrebbe poco senso un'utilizzazione dell'art. 1994 cod. civ. de parte della società emittente: una norma la quale in effetti, se e quando rilevante per chi emette un titolo di credito, assume il valore di strumento per impugnare il suo acquisto. Almeno per quanto concerne i titoli azionari non di questo può trattarsi nei rapporti emittente-prenditore.

Su un piano ancora più ampio questi spunti possono poi trovare conforto nella sensazione, già altra volta espressa, di una sostanziale estraneità della società rispetto ai rapporti di trasmissione aventi per oggetto la partecipazione azionaria: tanto da porsi l'esigenza tecnica di fatti ulteriori che consentano la loro efficacia per l'ordinamento societario.⁴⁴

premesse su cui si basa la soluzione accennata: sia quella che intende l'emissione del titolo di credito come un fatto attributivo, sia quella che assegna all'art. 1994 cod. civ. il ruolo di un'azione a tutela della «proprietà cartolare».

⁴² Intendo dire che, per esempio, la diversa regola organizzativa per cui i diritti sociali possono essere esercitati in base al possesso del titolo, a non più alla sola iscrizione nel libro dei soci, diviene operante a seguito del procedimento di emissione, senza che a tal fine rilevi la sorte dei singoli titoli.

⁴³ Ed è sintomatico che l'art. 5, r.d. 29 marzo 1942, n. 239, attribuisca all'assemblea straordinaria la competenza a deliberare la non emissione dei titoli azionari.

⁴⁴ Il punto mi è parso meritevole di essere sottolineato già nelle mie, *Note preliminari*, cit., spec. pp. 44 ss.; e in *La legittimazione dell'azionista i cui titoli siano stati immessi nel sistema*, in corso di pubblicazione a cura dell'*Istituto Giuridico Italiano* (relazione illustrata al Convegno su *L'amministrazione accentrata dei valori*

Queste considerazioni permettono allora, se condivise, di osservare che il rapporto società-terzo possessore del titolo azionario non può essere impostato sul piano (in certo senso soggettivo) di una valutazione dei modi in cui il titolo stesso è stato acquistato, bensì su quello *oggettivo del procedimento di emissione*.

Il problema è in sostanza quello dell'incidenza sull'ordinamento societario del fatto organizzativo in cui si concretizza l'emissione del titolo azionario. Il che significa da un lato intendere la questione nella prospettiva dell'idoneità della seconda ad assumere appunto quel rilievo organizzativo; dall'altro risolverla alla stregua dell'esigenze e regole interne al procedimento, prescindendo quindi da circostanze soggettive e ad esso *esterne* come quelle relative all'acquisto del singolo titolo.⁴⁵

Si comprendono perciò gli autorevoli suggerimenti volti a risolvere la nostra questione sul piano del regime delle eccezioni opponibili: l'alternativa cioè se ravvisare nella fattispecie considerata un'eccezione tale da incidere sulla validità stessa del titolo oppure soltanto sui rapporti personali con il singolo possessore.⁴⁶ E si comprende perchè, dal punto di vista adottato, ci si debba decisamente orientare nel primo senso: il problema, come qui inteso, s'impenna sulla *imputabilità* all'organizzazione societaria del titolo azionario e della sua emissione; una imputabilità che non può ritenersi pregiudicata da anomalie come quelle di cui stiamo discorrendo.

8. I precedenti rilievi paiono quindi indicare che la fatti-specie in esame, se considerata dal punto di vista del procedimento di emissione

mobiliari. La Monte Titoli S.p.A., del maggio 1987); e *v. pure*, per un'esplicita dichiarazione in tal senso nella dottrina svizzera, ove il punto è stato particolarmente approfondito, anche se con una concettualogia forse ormai superata, Carry, "Considérations sur le transfert des actions nominatives" in *Beiträge zum Handelsrecht. Festgabe für Carl Wieland*, Basel, 1934, pp. 30 ss. (spec. pp. 39 s.)

⁴⁵ Mi sembra cioè che, rilevando il procedimento di emissione essenzialmente per la sua *dimensione collettiva*, su tale piano debbano essere ricercati i presupposti per il valore cartolare del singolo titolo azionario, non invece con riferimento alle sue specifiche vicende individuali; e quindi non in una considerazione di quel *Begebungsvertrag* che di per sè concerne esclusivamente i rapporti individuali tra socio e società.

A questo proposito può forse essere anche ricordato l'interessante spunto con cui si osserva che, al di là della generale controversia tra *Kreationstheorie* e *Vertragstheorie*, per i titoli azionari il momento della *Herstellung* assume comunque una sua propria rilevanza (ed aggiungerei appunto in quanto pertinente a quella dimensione collettiva): Kümpel, *Die Emission*, cit., p. 452.

⁴⁶ Si vedano appunto, nei due sensi, Ferri, *I titoli di credito*, cit., pp. 107 s.; e Chiomenti, *Il titolo di credito*, cit., pp. 241 s.

e dei suoi riflessi sull'organizzazione societaria, non è tale da escludere la rilevanza cartolare del titolo azionario. In termini più concreti è sembrato anzi di poter osservare che, per quanto concerne i rapporti *società-terzo acquirente*, non vi è spazio per un'eccezione della prima nei confronti del secondo, e ciò sia volendosi riferire all'art. 1994 cod. civ. sia, come riterrei comunque più corretto, intendendo richiamarsi all'art. 1993 cod. civ.; mentre, per quanto attiene ai rapporti *società-socio*, l'avvenuta emissione del titolo esclude che al secondo possa riconoscersi una pretesa al suo ulteriore rilascio.

Diviene perciò chiaro che il problema deve risolversi con riferimento al terzo ordine di rapporti prima segnalato, quello *socio-terzo acquirente*; chiaro anche che su questo piano si tratta essenzialmente di sperimentare l'applicabilità dell'art. 1994 cod. civ.

Riterrei anzi che, se si riconosce la necessità di un approccio funzionale, ben pochi dubbi possano nutrirsi in merito all'esigenza di avvalersi di tale norma per risolvere il conflitto tra il socio ed il terzo acquirente del titolo azionario. Escluso infatti che si possa presupporre a tal fine una sua irrilevanza cartolare, ed escluso inoltre che la posizione del socio possa essere salvaguardata riconoscendogli una pretesa nei confronti della società al rilascio di altro titolo, la logica (e prima ancora il buon senso) impongono di consentirgli l'uso del rimedio previsto da quella norma.

Del resto, se i precedenti relievi conducono a caratterizzare la posizione del terzo in virtù del suo *acquisto cartolare*, sembra del tutto coerente porgli i limiti che contrassegnano appunto tale tipo di acquisto; altrimenti si giungerebbe all'assurdo di garantirgli una tutela ancora maggiore rispetto a quella che si avrebbe in casi di irregolare circolazione del titolo.

Può essere però interessante dedicare un breve cenno ad alcune implicazioni costruttive della soluzione proposta.

La sua rilevanza su questo piano (mi) appare innegabile se si considera la peculiarità di una situazione per cui si consente l'esercizio di un'azione di «rivendicazione» da parte di chi il titolo non ha mai posseduto e non ne è mai stato «proprietario». ⁴⁷ Tale azione, per usare

⁴⁷ Da un punto di vista (a mio parere: soltanto) concettuale ci si potrebbe in effetti chiedere se non possa essere di ausilio in proposito la regola che nel nostro ordinamento riconosce il trasferimento consensuale della proprietà (così come, nel sistema tedesco, si propone a volte di utilizzare per la nostra questione la regola del § 952 BGB: v. per tutti Veit Simon, *Die interimsscheine*, cit., pp. 186 s.; v. Godin-Wilhelmi, *op. cit.*, sub § 68, Anm. 3; E. Ulmer, *Das Recht*, cit., p. 69; cfr. pure, in senso sostanzialmente critico, Hueck-Canaris, *op. cit.*, p. 217); credo però

un'altra diffusa terminologia, non avrebbe la consueta funzione di strumento per ricomporre ad unità le situazioni di titolarità e legittimazione che eventi patologici abbiano scomposto: al fine cioè che il titolare del diritto cartolare riacquisti la legittimazione perduta.

Ne risulta *in apicibus* un diretto coinvolgimento del ruolo che si voglia riconoscere nella materia ai concetti di «proprietà», «titolarità» e «legittimazione», ed ai loro reciproci rapporti. No risulta anche, in termini più concreti, un interrogativo concernente il senso della nozione stessa di *acquisto cartolare*.

Si tratta di temi che, ovviamente, neppure possono essere sfiorati in questa sede. Mi permetterò soltanto di ricordare due dati esegetici da tempo autorevolmente evidenziati e forse non sempre adeguatamente compresi: che l'art. 1994 cod. civ. non soltanto, a differenza dell'art. 1153 cod. civ., non discorre di un acquisto della proprietà da parte del terzo di buona fede, ma neppure, a differenza dell'art. 948 cod. civ., si riferisce ad un'azione di rivendicazione del proprietario.⁴⁸

Ai nostri fini interessa soprattutto il secondo aspetto. Esso infatti non solo rappresenta una base testuale per giustificare la proponibilità di quell'azione da parte pure di chi non potrebbe agevolmente qualificarsi come «proprietario» del titolo, ma può fornire anche indicazioni forse non irrilevanti per caratterizzare la funzione dell'azione stessa.

Mi sembra cioè che questa sorta di agnosticismo del legislatore in punto di qualificazione potrebbe agevolare la (a mio parere) necessaria separazione tra i problemi che attengono alla *concettualizzazione* della disciplina e quelli relativi alla sua *funzione*. Potrebbe aiutare a comprendere che ai primi soltanto appartiene il consueto approccio che postula un *Recht am Papier*, mentre il nucleo della seconda s'individua sul piano dinamico delle *operazioni* di acquisto del titolo.

Nè vi è bisogno di sottolineare come sia questo il piano proprio della materia cartolare, non certo quello statico di una disciplina e tutela della proprietà.

Vorrei in sostanza suggerire che la soggettivizzazione della vicenda in quel *Recht am Papier* può servire a soddisfare l'esigenza, per chi la condivide, di adottare una descrizione (direi quasi traduzione) in ter-

che la soluzione del consenso traslativo non possa in ogni caso essere altrimenti intesa che come una legge per la *circolazione* dei beni e che quindi, al di là del dubbio di portata generale se essa valga per i titoli di credito, ben difficilmente possa utilizzarsi con riferimento al momento della loro emissione.

⁴⁸ Mi riferisco, come a tutti evidente, alla notissima prospettiva elaborata da Ferri, di cui v. in particolare, per quanto concerne il secondo aspetto accenato, *I titoli di credito*, cit., p. 115 e p. 145.

mini di situazioni giuridiche soggettive; non può però occultare il dato essenziale per cui si tratta in primo luogo di valutare *oggettivamente* le fattispecie di negoziazione del titolo, per quello che ne deriva ai fini della protezione cartolare ed alla luce dell'assetto di interessi che ne risulta.⁴⁹

Sotto questo aspetto, che mi pare il più adeguato ai termini funzionali del problema, l'azione prevista dall'art. 1994 cod. civ. non tanto deve essere intesa come uno strumento di tutela della proprietà, quanto sostanzialmente come un mezzo di *impugnativa* dell'altrui acquisto.

Non sorprende allora, per il profilo che direttamente interessa, che si diano casi nei quali tale impugnativa possa essere proposta anche da chi, vantando un diritto con riferimento alla situazione giuridica «incorporata» nel titolo, ben difficilmente e solo a prezzo di artifici concettuali potrebbe qualificarsi come suo «proprietario».

9. L'esame fin qui condotto, seppur limitato ad una fatti-specie indubbiamente marginale, permette a mio parere alcune più ampie consi-

⁴⁹ Non è certo il caso di ricordare i costanti avvertimenti alla cautela nell'intendere la formula savignana della «incorporazione» (e v. il notissimo passo di Savigny, *Le obbligationen*, II, (trad. it. di Pacchioni), Torino, 1915, p. 93), il carattere di comunque strumentale (allora diverso da quello consueto finale) della «proprietà» del documento: cfr. tra gli altri, seppur con diversissime sfumature, Rödig, *Das Recht aus dem Papier*, Bielefeld, 1973, pp. 28 ss.; Schnorr, v. Carolsfeld, *Der Wechsel*, cit., p. 595; Jacobi, *Der Wertpapier als Legitimationsmittel*, cit., pp. 6 ss.; Id., *Wechsel- und Scheckrecht*, cit., pp. 35 s. (sottolineando come della «proprietà» rileva solo il profilo del *Verfügungsrecht*); Arcangeli, *Sulla teoria*, cit., pp. 86 ss.; Eichler, *System*, cit., p. 33; si tratta in realtà di prendere atto della fondamentale differenza tra i titoli di credito, che sono *strumenti* di circolazione, ed i beni che ne costituiscono l'oggetto: e v. l'importante spunto di Oppo, *Diritto cambiario*, cit., p. 198.

Perciò riterrei che la disciplina cartolare non possa essere intesa, in termini funzionali nè come disciplina concernente l'acquisto di beni nè come disciplina in cui svolga un effettivo ruolo il problema di tutelare le situazioni proprietarie; in termini forse più precisi, che nella nostra materia non abbia senso, a differenza di quanto avviene per i beni, discorrere di una «proprietà» come situazione giuridica dotata di un proprio valore in sè, indipendentemente dalle operazioni mediante cui è stata acquistata; ed è perciò che, vorrei incidentalmente osservare, mi sembra possano condividersi i risalenti dubbi in merito alla possibilità in proposito di forme di acquisto che non rappresentino operazioni di negoziazione, come quelle di cui si discute a proposito dei cc. dd. «acquisti originari»; e cfr. per tutti in argomento Jacobi, *Die Wert-papiere im Bürgerlichen Recht*, cit., pp. 103 ss. (con alcune incertezza però a p. 110); Langen, *Die Kreationstheorie*, cit., pp. 52 ss.; Ferri *I titoli di credito*, cit., pp. 134 ss.; sul problema specifico dell'usucapione cfr. soprattutto Foschini, "Usucapione dei titoli di credito", in *Riv. dir. comm.*, 1960, I, p. 38; e più di recente, con una considerazione anche delle altre ipotesi, G. Carraro, "Il problema dell'acquisto originario del titolo di credito", in *Riv. dir. civ.*, 1984, I, p. 332; in giurisprudenza Cass., 6 aprile 1982, n. 2103, in *Riv. dir. comm.*, 1982, II, p. 363, con nota di Ferri, "Usucapibilità dei titoli di credito nominativi?".

deraziones in merito al nostro tema. Credo cioè che sia ora possibile caratterizzarlo in base a due motivi fondamentali: la prospettiva del *procedimento*, che sostanzialmente si colloca sul piano organizzativo della società, quella dell'*acquisto cartolare*, con le sue tipiche esigenze di tutela. Il problema concerne in ultima analisi una verifica dei possibili criteri di coordinamento tra queste due prospettive e la soluzione degli eventuali conflitti che possono instaurarsi tra esse.

La fattispecie precedentemente considerata ha consentito di evidenziare un'ipotesi nella quale un conflitto del genere non si pone. Dal punto di vista del procedimento, infatti, essa non presenta anomalie sufficienti a pregiudicarne la rilevanza ed efficacia, direi anzi che non presenta anomalie *tout court*; mentre l'eventualità di un acquisto cartolarmente tutelato del terzo, ponendo problemi che si esauriscono in un confronto tra il suo interesse a tale tutela e quello di chi ha sottoscritto la partecipazione sociale, non appare comunque idonea ad incidere sull'esigenze organizzative che caratterizzano il procedimento di emissione.

Merita forse di essere sottolineato che l'assenza in tal caso di un conflitto tra quelle due prospettive si spiega per il diverso piano in cui esse si collocano. Quella del procedimento, in cui si esprimono l'esigenze dell'organizzazione societaria, si pone in quanto tale sul piano *collettivo*: sicché essa di per sè riguarda soltanto l'operazione di emissione di titoli azionari globalmente considerata, non si volge a problemi concernenti la sorte dei singoli titoli nella loro individualità. L'acquisto cartolare, invece, non può ovviamente riferirsi altro che a questi ultimi.⁵⁰

⁵⁰ Noto è del resto che tra i temi centrali della teoria dei titoli azionari svolge un ruolo decisivo quello concernente l'eventualità di distinguere tra problemi a rilievo «collettivo» ed altri attinenti soltanto ai rapporti «individuali» della società con il singolo socio, con la conseguenza di un'incidenza sul piano cartolare dei primi, irrilevanza invece dei secondi; cfr. intanto per tutti Ferri, *Le promesse unilaterali. I titoli di credito*, Milano, 1972, p. 64.

In via incidentale sia permesso del resto osservare che la prospettiva cui si accenna appare già a prima vista coerente con l'alternativa dalla quale abbiamo preso le mosse (quella che Eichler, *System, cit.*, p. 60, individua tra «*individuell gearteten Ausstellung*» e «*generell beschaffenen Emission*»); coerente inoltre con la struttura stessa del fenomeno societario il quale, *al di là della stessa tecnica cartolare* (cfr. l'importante rilievo di Jäggi, *Die Wertpapiere*, Zürich, 1959, p. 541), richiede comunque di distinguere tra i dati che oggettivamente caratterizzano la partecipazione e quelli che, risultando da rapporti individuali del singolo socio con la società, non possono avere tale significato ed esauriscono quindi la loro portata con riferimento a quei singoli rapporti (e v. per esempio lo spunto di Pestalozzi-Henggeler, *Die Namenaktie und ihre Vinkulierung*, Aarau, 1948, p. 39).

Ne deriva inoltre, almeno in prima istanza, la sensazione che l'analisi del nostro tema e delle molteplici questioni applicative con esso coinvolte possa essere condotta muovendo dalla premessa che l'acquisto cartolare del titolo azionario merita la tutela sua propria *quanto meno* nelle ipotesi in cui non si traduce in un pregiudizio del procedimento di emissione e dell'esigenze che in esso si esprimono.

Diviene casi possibile, credo, esaminare l'ipotesi ben più discussa della *sovraemissione* dei titoli azionari, intendendo per tale l'eventualità che venga materialmente emesso un numero di certificati maggiore di quello previsto dall'atto costitutivo o dalla delibera di aumento del capitale.⁵¹

Alla luce dei criteri indicati la fattispecie si caratterizza per un'anomalia che non concerne immediatamente l'operazione di emissione globalmente considerata, bensì la sua *materiale esecuzione*: l'irregolarità non attiene in ipotesi alla decisione collettiva di emettere i titoli azionari, ma alla circostanza che, eseguendola, si è posto in circolazione un loro numero maggiore di quello da tale decisione consentito. In questo senso il problema parrebbe riguardare non tanto la prima, quanto la sorte *individuale* del singoli titoli così emessi.

Sintomatico è del resto che per lo più ci si chieda in proposito *quali* tra essi debbano considerarsi sovrabbondanti. Si muove dal presupposto che sarebbe impossibile, perchè contraddittorio con l'esigenze del diritto societario, riconoscere la rilevanza cartolare di tutti i titoli in tale ipotesi materialmente emessi; si ritiene allora necessario elaborare criteri idonei a consentirne l'individuazione di quelli che, dovendosi ritenere in sovrappiù, sarebbero privi di tale rilevanza ed in ultima analisi sotto questo profilo *nulli*. Perciò è spontanea, ed infatti largamente prevalente, la soluzione che propone di utilizzare a tal fine il dato cronologico.⁵²

⁵¹ E si veda in proposito la definizione della *Section 8-104(2)* del *Uniform Commercial Code* statunitense: «*Overissue means the issue of certificated securities in excess of the amount which the issuer has corporate power to issue*»; in proposito *cfr.* per tutti Guttman, "Article 8 - Investment Securities in *Rutgers Law Rev.*, (1962) 17, p. 136 (a pp. 142 s.); e Folk, "Article Eight; a Premise and Three Problems, in *Michigan Law Rev.*, (1967), 65, p. 1379 (a pp. 1413 ss.).

⁵² *Cfr.* per tutti, variamente combinando tale criterio con altri, Siegwart, *op. cit.*, p. 175; Meier-Hayoz, *Wertpapierrecht, cit.*, p. 114; Würdinger, *Aktienrecht, cit.*, p. 55; Panzarini, *Autonomia e circolazione nei titoli di credito nominativi e al portatore*, Milano, 1969, pp. 63 ss.; Libertini, *Profili, cit.*, p. 127; *v.* pure, indicando in via residuale il metodo del sorteggio, Jaggi, *Die Wertpapiere, cit.*, p. 539; e Secretan, *L'émission frauduleuse de papiers-valeurs, cit.*, p. 71.

Si tratta di una soluzione che, dal punto di vista qui edottato ed al di là della effettiva attendibilità di quel presupposto generale,⁵³ presenta soprattutto due motivi di interesse. Essa da un lato, in quanto suggerisce di ricercare i *singoli* titoli che dovrebbero considerarsi «nulli», mostra che il problema applicativo non si risolve in una valutazione del procedimento di emissione nella sua globalità, bensì con riferimento alle vicende concernenti appunto i titoli azionari individualmente considerati. Dall'altro, proponendo come criterio a tal fine quello cronologico, si volge ad un dato in definitiva formale, nel quale quindi, se non m'inganno, ben poco spazio viene consentito ad una valutazione del modo in cui concretamente si atpeggia l'assetto d'interessi in giuoco.

In realtà, se al fondo della questione si tratta di un conflitto tra i portatori dei titoli in tal modo emessi, sembra ben difficile riconoscere a quel dato cronologico una reale significatività al fine di caratterizzare la *Interessenlage* in questione.

Neppure credo difficile convincersi che tale insufficienza (quale a me pare) deriva in ultima analisi dal fatto che si trascura l'altra prospettiva in cui invece ci è parso di cogliere uno dei motivi decisivi per questo tipo di vicende, la prospettiva cioè dell'*acquisto cartolare*. La soluzione cui si accenna pretende in sostanza di prescinderne, vuole anzi affrontare il problema applicativo su un piano in un certo senso *preventivo*: la tutela cartolare dell'acquirente viene riconosciuta oppure no sulla base di una valutazione pregiudiziale concernente i singoli titoli che formano oggetto dell'acquisto, senza tener conto delle modalità concrete di quest'ultimo.⁵⁴

Tento di spiegarmi facendo riferimento ad uno dei (tra i tanti) contributi che per l'analisi dei titoli di partecipazione sono stati forniti da

⁵³ Non vi è certo bisogno di ricordare la tradizionale individuazione al fondo del tema di un conflitto tra principi societari e cartolari (v. per esempio Canaris, *Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht*, München, 1971, p. 254), e neppure la decisa prevalenza dell'opinione che ritiene di accordare il primato ai primi: cfr. per tutti Pellizzi, *Principi*, cit., p. 36; Pavone la rosa, *Studi*, cit., p. 318; e, per un esempio nella dottrina ormai antica, Staub, *Kommentar zur Handelsgesetzbuch*, I, Berlin, 1900, *Exkurs zu § 224*, Anm. 12; merita forse invece di sottolineare fin d'ora che, nonostante le apparenze, questo giudizio di valore non può ritenersi incontrastato e non mancano certo voci anche autorevolissime discordi, v. in particolare Jacobi, *Die Wertpapiere im Bürgerlichen Recht*, cit., p. 188; Langen, *Die Kreationstheorie*, cit., pp. 80 s.; J. v. Gierke, *Das Recht der Wertpapiere*, Köln-Berlin, 1954, p. 105.

⁵⁴ Mentre non vi è dubbio che in linea di principio è a tali modalità che la disciplina e tutela cartolare i principalmente si volgono: disciplina e tutela le quali, ritengo, s'imperniano sul dato della negoziazione, non invece di per sè su una presunta situazione oggettiva del «bene».

quella che ancor oggi deve considerarsi la più penetrante ed approfondita indagine in argomento. Si tratta dello studio di d'Alessandro ove, per quanto ora ci interessa, viene evidenziata nella maniera più limpida la caratteristica peculiare di questi titoli di determinare potenzialmente un *conflitto tra posizioni giuridiche cartolarmente tutelate*; ed ove da tale caratteristica si trae motivo per ritenere inevitabile che la soluzione venga ricercata sul piano del «rapporto causale». ⁵⁵ Se così è, credo sia quanto meno possibile traerne un rilevante (a mio pare, anzi, decisivo) motivo di conforto nel senso qui proposto: nel senso cioè di capovolgere lo schema logico di consueto utilizzato, individuando quindi *in primo luogo* le situazioni giuridiche (in realtà le operazioni) che meritano di essere cartolarmente tutelate e *solo successivamente* interrogandosi sull'eventualità che ne derivi un conflitto con l'esigenze del procedimento di emissione o con altre situazioni ugualmente meritevoli di tutela.

10. In definitiva, penso che anche nell'ipotesi ora in esame si debba adottare un approccio che ponga al centro dell'indagine la tecnica dell'«acquisto cartolare» e la tutela dell'esigenze che in esso si esprimono: il confronto tra tale tecnica e la disciplina del procedimento di emissione presuppone, a mio parere, che si muova dalla prima e comunque che non si attribuisca aprioristicamente alla seconda il significato di pregiudicarne in maniera irreparabile l'utilizzabilità.

Chiaro è in ogni caso, e forse ormai superfluo ribadirlo, che tale approccio può risultare praticabile solo muovendo dalla premessa qui adottare un approccio che ponga al centro dell'indagine la tecnica dell'*acquisto*, alla luce quindi delle sue concrete modalità, non a quello statico della situazione giuridica soggettiva. Solo in tal modo, ovviamente, diviene possibile distinguere nella fattispecie ora considerata le diverse situazioni: con una distinzione che si rivolga appunto alla differenti *operazioni* cui in concreto consegue la posizione cartolare dei singoli interessati alla vicenda.

Ciò consente di osservare, per esempio e soprattutto, che non vi è «acquisto cartolare» nel senso qui inteso da parte di chi riceve i certificati azionari immediatamente quale sottoscrittore. Il titolo è in tal caso acquistato, se così si vuol dire, a seguito di un'esecuzione del rapporto

⁵⁵ Così specialmente in *I titoli di partecipazione, cit.*, pp. 301 ss.; uno studio il quale, pur se di limitata diffusione, ha certamente svolto un ruolo decisivo per l'analisi del nostro argomento e più in generale dell'intera materia cartolare, tanto ormai da rappresentare un passaggio obbligato per ogni ricerca in proposito.

instaurato con la sottoscrizione; manca invece quel dato della *negoziazione* che mi pare in ogni caso essenziale per la tutela cartolare.⁵⁶

Sulla base di queste premesse diviene possibile articolare l'analisi con riferimento ad una serie di ipotesi che, seppur in forma stilizzata, possono forse agevolare la comprensione del suo possibile vario atteggiarsi.⁵⁷

Una prima ipotesi è quella, penso di meno difficile soluzione, in cui tra i molteplici titoli (potenzialmente) interessati dalla «sovraemissione» alcuni soltanto hanno formato oggetto di un vero e proprio «acquisto cartolare». In questa ipotesi ritengo che il conflitto tra i loro possessori possa essere risolto a favore di chi può vantare tale acquisto, con prevalenza quindi rispetto agli altri che non possiedono il titolo a seguito di negoziazioni cartolarmente tutelate.⁵⁸

Credo infatti innegabile, in primo luogo, che questo risultato debba considerarsi ben più soddisfacente in termini valutativi di quello che intende invece basarsi sul dato cronologico della emissione dei certificati. Con esso, a differenza di quest'ultimo, si tiene conto dei modi in cui concretamente il titolo è pervenuto ad ogni singolo possessore, si

⁵⁶ Nè credo vi sia bisogno di illustrare come questo sia in definitiva il senso del fondamentale orientamento il quale, in diverso modo, distingue il significato della vicenda cartolare nei confronti del primo prenditore e degli altri possessori del titolo: v., per ricordare le voci più autorevoli, Vivante, "Natura dell'obbligazione assunta sottoscrivendo un titolo di credito", in *Riv. dir. comm.*, 1904, I, p. 10 (e cfr., per meglio inquadrare la posizione nel suo momento storico, le critiche di Bonelli, *Contributo ad una teoria scientifica, cit.*, pp. 16 ss.; *id.*, "Sul fondamento e sulla natura giuridica dell'obbligazione cartolare nei titoli di credito", in *Riv. dir. comm.*, 1904, I, p. 185); Ferri, *I titoli di credito, cit.*, pp. 55 ss.; e Pavone La Rosa, *La cambiale, cit.*, pp. 31 ss.

⁵⁷ Deriva ovviamente da quanto osservato, in un certo senso a *fortiori*, che il possessore cartolare del titolo prevarrà su chi ha sottoscritto la partecipazione, ma non ha ancora ricevuto il realtivo certificato: e v. lo spunto, in definitiva in tal senso, di Locher, *Das Recht der Wertpapiere*, Tübingen, 1947, p. 64 (laddove ritiene che come primo rimedio per l'ipotesi di sovraemissione la società deve «die restliche Aktienemission entsprechend kürzen»).

⁵⁸ E v. lo spunto, pur ponendo sullo stesso piano i criteri cronologico e della «buona fede», riconoscendo comunque un ruolo anche a quest'ultimo, di Siegwart, *op. cit.*, p. 175; cfr. anche, facendo riferimento alla «*détention la plus légitime*», Patry, *Précis de droit suisse des sociétés*, Berne, 1977, p. 140.

E chiaro d'altra parte che la mancanza di tutela cartolare non implica necessariamente la mancanza di ogni tutela *tout court*, in particolare, ricorrendone i presupposti, l'eventualità di un diritto al risarcimento dei danni nei confronti degli amministratori e della società: v. per tutti Ascarelli, *Sulla circolazione di azioni annullate*, ora in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, pp. 249 s.; E. Ulmer, *Das Recht, cit.*, p. 69; e, affermando che l'imputabilità dell'*estoppel* alla società può implicare soltanto il risarcimento dei danni, non l'acquisto del *title* da parte del possessore del documento, Pennington, *Company Law, cit.*, pp. 382 ss.

riconosce rilievo quindi ad un dato di cui sembra difficilmente contestabile il ruolo decisivo al fine di giudicare della rispettiva maritevolezza degli interessi.

Si consideri analiticamente d'altra parte la posizione di coloro cui la soluzione proposta negherebbe tutela e che potrebbero invece essere tutelati se si aderisse a quella oggi prevalente. Essi sono i possessori del titolo azionario in base a vicenda che non realizzano un effettivo «acquisto cartolare»: cioè secondo la prospettiva qui adottata, da un lato chi l'ha ricevuto *direttamente dalla società*, dall'altro chi l'ha acquistato *in assenza* (possiamo ai nostri fini genericamente dire) dei prescritti *requisiti di «buona fede»*.⁵⁹

Per quanto concerne la prima categoria di possessori non credo dubbio, se si condividono i precedenti rilievi, che essi non «meritino» la tutela cartolare. Essa è riservata alle *negoziazioni* del titolo; a quei possessori è invece pervenuto in immediata esecuzione del procedimento di emissione e prima ancora del contratto sociale; nulla di strano quindi, anzi spontaneo, che la loro posizione subisca i condizionamenti derivanti dall'esigenze di quel procedimento e più ampiamente dell'organizzazione societaria.

Se si adotta questa prospettiva diviene inoltre chiara la sostanziale irrilevanza di quel dato cronologico cui spesso si ricorre. Tale dato, infatti, ben difficilmente potrebbe escludere quei condizionamenti; ben difficilmente potrebbe spiegare perchè un possessore del titolo azionario, fosse pure stato il primo a riceverlo, dovrebbe ritenersi tutelato riguardo a possibili riflessi nei suoi confronti dell'anomalia di cui stiamo discutendo: e ciò in una situazione nella quale, come qui si suppone, a fondamento di tale tutela non potrebbe essere invocata la disciplina cartolare.⁶⁰

⁵⁹ Salvo il problema, cui si è fatto cenno e che non può ovviamente trovare in questa sede ulteriore approfondimento, se essa debba venir definita alla luce dell'*exceptio doli* di cui all'art. 1993, secondo comma, cod. civ., oppure secondo i normali *standards* dell'assenza di dolo o colpa. Un problema che, pur senza necessariamente aderire al suggerimento di Ascarelli ricordato a nota 25, potrebbe forse essere risolto nel secondo senso considerando che la questione, in ultima analisi, concerne la spettanza della partecipazione azionaria piuttosto che l'esercizio dei diritti ad essa corrispondenti; una questione, quindi, che parrebbe soprattutto implicare un riferimento all'art. 1994 cod. civ.

⁶⁰ Perciò, come tra breve tenterò di spiegare, riterrei che il conflitto tra i primi prenditori dei titoli azionari non ponga problemi di diritto cartolare, e può quindi essere agevolmente risolto verificando la titolarità della partecipazione dal punto di vista del diritto societario: e v. lo spunto, pur in termini di eccessiva generalizzazione, di Secretan, *L'émission frauduleuse, cit.*, p. 69.

Sostanzialmente analogo è il discorso per quanto concerne la seconda categoria di possessori i quali, seppur terzi, non hanno acquistato il titolo secondo le modalità richieste per la tutela cartolare. Essi assumono una posizione in definitiva consequenziale rispetto a quella dei loro danti causa; non sarebbe quindi coerente tutelarli più incisivamente di questi ultimi.

11. La soluzione appena proposta merita forse di essere sottolineata per quanto presuppone in tesi generale. Ne può derivare infatti che a *seguito del successivo acquisto cartolare di un altro titolo* il possessore del titolo azionario, od il suo avente causa, venga in sostanza a perdere la tutela di cui originariamente avrebbe potuto godere, si trovi cioè soccombente nel conflitto di cui stiamo discorrendo e nel quale avrebbe prima prevalso.

Non credo in realtà che questo risultato possa stupire più di tanto. Esso potrebbe apparire sorprendente qualora si impostasse l'analisi sul piano statico della titolarità di una situazione giuridica soggettiva: in tal caso, senza dubbio, sarebbe difficile negare la singolarità di una soluzione per cui una situazione giuridica cessa di essere tutelata in conseguenza di circostanze ad essa in quanto tale esterne. Molto minore è invece la sorpresa qualora, come qui si ritiene, il confronto venga instaurato non tra situazioni giuridiche, bensì tra diverse modalità di acquisto e di negoziazione del titolo.

Tento di spiegarmi con maggiore chiarezza. Accogliendo la soluzione indicata potrebbe accadere che nel conflitto tra due originari prenditori dei titoli azionari prevalga uno, in ipotesi quello che prima li ha ricevuti in ordine cronologico, mentre nel conflitto tra i loro aventi causa debba cedere proprio colui che li ha acquistati dal primo: ciò in quanto il suo acquisto non corrisponde ai requisiti necessari per la tutela cartolare, ai quali invece corrisponde quello di chi gli si contrappone. Un risultato che, se si dovesse adottare la consueta concettualità in termini di proprietà, verrebbe quasi a significare la prevalenza di chi acquista a *non domino* rispetto a chi acquista a *domino*.

Dal punto di vista qui adottato si tratta invece di un giudizio di prevalenza tra due fattispecie di acquisto: esso non si risolve quindi sulla base di quella concettualità, e ciò qualunque posizione si assuma poi in merito alla sua utilità a fini descrittivi, bensì comparando le forme concrete assunte dalla *negoziazione* dei titoli e le esigenze di tutela che, alla luce della disciplina cartolare, esse esprimono.

Logico è quindi che, così impostato quel conflitto, prevalga chi può vantare un vero e proprio «acquisto cartolare». La posizione dei due

contendenti che qui ipotizziamo si caratterizza infatti per la circostanza che chi non acquista in modi cartolarmente tutelati non può addurre a fondamento delle proprie ragioni altro che il fatto della emissione: il fatto dal quale in realtà unicamente deriva la propria pretesa ed alle cui anomalie non può quindi dichiararsi estraneo. Da un lato in sostanza, se così si vuol dire, una posizione a sostegno della quale è possibile invocare soltanto il *Inverkehrgelangen* del titolo, d'altro quella di chi *inoltre* può basarsi su un modo di acquisto tipicamente tutelato.⁶¹

12. Se queste conclusioni possono condividersi, diviene chiaro a mio parere che le ipotesi realmente problematiche sono quelle in cui il conflitto intercorre tra possessori dei titoli azionari i quali si trovino in una posizione *omogenea* con riferimento agli aspetti di cui si è tentato di evidenziare la rilevanza: perchè nessuno di essi può invocare la tutela cartolare oppure, al contrario, perchè tutti hanno acquistato il titolo mediante negoziazioni cui tipicamente tale tutela è destinata.

La prima ipotesi, a ben guardare, non presenta difficoltà di rilievo e non sembra richiedere particolari approfondimenti. Essa infatti non coinvolge, per definizione, un'effettiva esigenza di confrontarsi con la disciplina cartolare; può essere quindi semplicemente risolta con riferimento alle regole concernenti il procedimento di emissione.

In definitiva, mancando un vero e proprio «acquisto cartolare», non rilevando quindi gli interessi cui s'ispira la sua specifica disciplina, il discorso si esaurisce necessariamente in una considerazione degli interessi che attengono a quel procedimento. Ad essi ci si deve volgere, non sul piano cartolare quindi, bensì, se si vuol dire, su quello del sottostante «rapporto causale».⁶²

Ciò vuol dire, ritengo, che il conflitto da risolvere riguarda in questo caso (non un'operazione di acquisto, ma) la *titolarità* della partecipazione azionaria. Sicchè la sua soluzione dipenderà dai dati extracartolari che ne determinano le vicende: dati tra i quali non può escludersi che possa assumere rilievo quello cronologico dell'ordine di

⁶¹ I termini del conflitto di cui ci occupiamo sono cioè quelli dinamici dei *fatti* e non quelli statici delle situazioni giuridiche soggettive.

⁶² Il che in un certo senso può sembrare un capovolgimento della nota tesi di d'Alessandro: il riferimento al «rapporto causale», alle circostanze cioè da cui può dedursi la titolarità sostanziale della partecipazione azionaria, non si spiega per la presenza di un conflitto tra posizioni cartolarmente tutelate (il giudizio di prevalenza tra le quali non potrebbe pertanto essere ricavato da una disciplina, quella cartolare appunto, che ugualmente le considera), ma proprio in quanto la tutela e la disciplina, cartolare ad entrambe non è destinata ad applicarsi.

materiale emissione dei titoli in questione, ma che in esso non si esauriscono e si estendono potenzialmente a tutti quelli che possono incidere su tale titolarità.⁶³

Comunque, interessa ai nostri fini soprattutto rilevare che siffatta ipotesi non individua in realtà un conflitto tra la disciplina cartolare e quella societaria, non richiede quindi quei (senza dubbio problematico) giudizio di prevalenza tra esse che tradizionalmente viene posto al centro della teoria dei titoli azionari.⁶⁴

13. Si comprende perciò la ben maggiore delicatezza della seconda ipotesi delineata, quella in cui tutti i possessori dei titoli azionari interessati dalla sovraemissione possono vantare un «acquisto cartolare» nel senso qui inteso. In tal caso, infatti, quel conflitto non sembra poter essere eluso: inevitabile parrebbe l'alternativa, da lungo tempo individuata, se riconoscere la tutela cartolare, con la conseguenza di un'alterazione delle regole che stabiliscono i rapporti tra partecipazione azionaria e capitale sociale, oppure se dare la prevalenza alle seconde e sacrificare in tal modo la prima.

La questione richiede alcune precisazioni per delimitare i termini del problema e chiarirne l'effettiva portata. Soprattutto, prescindendo da aspetti specifici relativi ai requisiti soggettivi per la tutela cartolare,⁶⁵

⁶³ Tale è certeramente il fatto della sottoscrizione (e v., per ricordare un caso giudiziario ormai antico, la fattispecie decisa dell'App. Milano, 25 ottobre 1938, in *Mon. trib.*, 1939, p. 274), ma tali possono anche essere le circostanze idonee a incidere sulla sua legittimità: come, per esempio, l'eventualità di una sottoscrizione in violazione dell'altrui diritto di opzione: e v., per un confronto, il tema accennato da Ascarelli, *Due questioni sul diritto di opzione*, ora in *Studi in tema di società*, cit., p. 278.

⁶⁴ Rinvio sul punto alle indicazioni *supra* a nota 54.

⁶⁵ Da questo punto di vista riterrei in particolare che la tutela cartolare non potrebbe essere riconosciuta alla società per le azioni proprie in portafoglio. Mi sembra infatti da un lato che, trattandosi per così dire di una tutela avente per oggetto la «esistenza della partecipazione», l'acquisto da parte della società, al cui comportamento irregolare è imputabile l'anomalia della situazione, non possa per definizione goderne; dall'altro, in termini più sostanziali, che da ciò neppure risulta un reale pregiudizio economico del patrimonio sociale, poichè a suo carico sarebbe comunque il risarcimento dei danni eventualmente subiti dagli altri possessori dei titoli.

In sostanza su un piano più generale, se non mancano motivi nel senso di utilizzare per la materia cartolare la regola che riconosce efficacia «sanante» alla buona fede intermedia (e si pensi per esempio alla *shelter rule* della tradizione di *common law*), riterrei oltre il segno utilizzarla anche a favore dell'emittente stesso del titolo (specie in casi come il nostro nel quale l'interesse che ne risulterebbe sacrificato non sarebbe quello di un «proprietario», bensì dell'organizzazione societaria stessa). Un altro aspetto, a ben guardare, che può servire ad evidenziare la diversità di prospettive rispetto ad una costruzione della materia cartolare nell'ottica della «proprietà».

mi sembra che meriti una considerazione di dettaglio sia il tipo di conflitto che nella specie si pone tra i due sistemi normativi dei titoli di credito e delle società sia l'effettiva consistenza dei interessi ad esso sottesi.

A tal fine può essere utile porre a confronto le tre ipotesi di soluzione logicamente plausibili. Si tratta in primo luogo di quelle contrapposte che vogliono privare di tutela («cartolare») i possessori dei titoli emessi in sovrappiù (e ciò al di là del modo in cui si ritenga poi di individuarli) oppure al contrario intendono riconoscere tale tutela a tutti. La prima soluzione giunge a negare ogni possibilità d'incidenza della vicenda sull'assetto di interessi societario, nel senso di escludere che l'indebita sovraemissione possa condurre (in virtù della disciplina cartolare) alla determinazione di un capitale sociale superiore rispetto a quello formalmente deliberato.⁶⁶ La seconda soluzione, al contrario,

Può infine osservarsi che questi spunti, qualora condivisi, consentirebbero in una molteplicità di casi di individuare agevoli meccanismi tecnici per la soluzione del nostro problema: un *annullamento* cioè delle azioni proprie in portafoglio (nei limiti naturalmente necessari ad eliminare la sovraemissione) e l'eliminazione di ogni dubbio in merito alla rilevanza degli altri titoli; annullamento inoltre realizzabile semplicemente con la distruzione materiale delle prime.

⁶⁶ È chiaro peraltro che, riconoscendosi comunque l'eventualità di un risarcimento dei danni sofferti dall'incolpevole acquirente del titolo «nullo» (e v. il cenno a nota 56, cui *adde* tra gli altri E. Ulmer, *Das Recht*, *cit.*, p. 69; Ascarelli, *In tema di invalidità di deliberazioni di emissione di obbligazioni*, ora in *Studi*, *cit.*, pp. 319 ss., *ivi* a p. 321; Flechtheim, *op. cit.*, *Vorbem*, zu §§ 22-223, Anm. 4), non si esclude in effetti ogni tipo di incidenza sull'assetto della società complessivamente considerato, bensì soltanto per quanto concerne i suoi profili organizzativi formali, quelli cioè relativi alla determinazione del capitale sociale ed alla sua ripartizione in azioni.

In sostanza, a ben guardare, la soluzione cui si accenna non esclude ogni tutela dell'acquisto cartolarmente tutelabile, e non esclude quindi del tutto l'esigenza di una sua valutazione alla stregua della disciplina cartolare, ma ritiene che tale tutela debba essere circoscritta sul piano dei rapporti interindividuali tra possessore del titolo e società, senza possibilità d'incidere sull'organizzazione societaria e di alterarla. Il che, tra l'altro, permette di comprendere la soluzione positiva secondo cui, fermo rimanendo quest'ultimo punto, diviene possibile tutelare l'interesse primario dell'acquirente, non soltanto quello secondario al risarcimento dei danni, ogni qual volta ciò non debba produrre quelle alterazioni, per esempio ottenendo la condanna della società a procurargli titoli «validi»: così la *section* 8-104 del *Uniform Commercial Code* statunitense.

Credo superfluo infine ricordare che la soluzione si pone al centro del dibattito sistematico con riferimento all'alternativa se le peculiarità dei titoli azionari (e più ampiamente dei titoli di massa) debbano essere intese sul piano di una particolare rilevanza per essi della «causa» oppure di loro specifiche esigenze di «autenticità»: v. le prime indicazioni a nota 7 ed ancora, tra gli altri, Meier-Hayoz, *op. cit.*, p. 113; Ascarelli, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, ora in *Studi*, *cit.*, pp. 295 ss.; Martorano, *Lineamenti*, *cit.*, p. 61; per un antico esempio giurisprudenziale App. Napoli, 3 febbraio 1908, in *Riv. dir. comm.*, 1908, II, p. 447, con nota critica di De

ritiene invece che quest'ultima conseguenza debba considerarsi in qualche modo imposta dall'esigenza di tutelare cartolarmente gli acquisti di titoli ormai in circolazione.⁶⁷

Chiara è quindi l'impostazione del problema nei termini di un giudizio di prevalenza tra quei due sistemi normativi, evidente è anche che tale giudizio, coinvolgendo valori generalissimi come quelli del mercato,⁶⁸ non può non essere in larga misura aprioristico.

Ancora più istruttivo può essere a mio parere porre a confronto queste due soluzioni estreme con l'altra, in certo senso intermedia e di compromesso, la quale riconosce a tutti i possessori dei titoli azionari la tutela che cartolarmente meritano in considerazione delle modalità del loro acquisto, ma *riduce* proporzionalmente il *quantum* delle loro partecipazioni in misura tale da evitare una discordanza tra la somma di esse ed il capitale sociale.⁶⁹

La si confronti in primo luogo con quella che prevede l'eliminazione dei titoli (da considerarsi) emessi in sovrappiù, negando cioè ad essi la tutela cartolare ed escludendo quindi che con il loro acquisto si possa acquistare la partecipazione azionaria. Chiara è la differenza delle due ipotesi dal punto di vista degli interessi *tutelati*: si tratta di quelli mediante i quali si definisce la nozione di «acquisto cartolare»,

Gregorio, "Nullità dell'emissione di obbligazioni senza l'osservanza delle formalità prescritte dalla legge". Superfluo è inoltre sottolineare come per il tema rilevino anche l'esigenza di rispettare la ripartizione di competenze tra gli organi sociali (e v. per tutti, accentuando particolarmente il punto, Panzarini, *Autonomia e circolazione*, cit., p. 48) ed il convincimento che, comunque, l'«autenticità» dei titoli di massa consegue a circostanze diverse rispetto a quelle che la determinano per i titoli individuali: cfr., con riferimento ad uno tra i tanti esempi possibili, quello concernente l'esigenza di considerare «autentico» il titolo anche se con la sottoscrizione di amministratori nel frattempo cessati dalla carica, Kumpel, *Die Emission* cit., spec., pp. 456 ss.; e per un'indicazione normativa su questo specifico punto, § 6.25 (e) del *Revised Model Business Corporation Act* (1984).

⁶⁷ Una soluzione la quale per la verità non tanto viene proposta per l'ipotesi di sovraemissione nel senso qui assunto, quanto per quelle di duplicazione del titolo: ipotesi sulle quali torneremo brevemente in seguito, fornendo anche le necessarie indicazioni; cfr. comunque per ora, nei termini più chiari sul piano generale, Hueck-Canaris, *op. cit.*, p. 219.

⁶⁸ E. v., per l'individuazione in generale di un conflitto tra interessi aziendali ed interessi generali del mercato le considerazioni di Chiomenti, *op. cit.*, p. 239.

⁶⁹ In tal senso cfr. soprattutto Jacobi, *Die Wertpapiere*, cit., pp. 324 ss.; v. pure tra gli altri, anche se con prospettive spesso divergenti, Fiorentino, "Le azioni di società come titoli di credito", in *Banca borsa ecc.*, 1948, I, 49 (p. 57); Libertini, *Profili*, cit., p. 139; Siegwart, *op. cit.*, p. 175 (come soluzione residuale però); Chiomenti, *Il titolo di credito*, cit., p. 275 (ugualmente in termini residuali); Langen, *Die Kreationstheorie*, cit., p. 81; cfr. anche, ma in tema soltanto di obbligazioni, Ascarelli, *op. cit.*, p. 321.

interessi che da un lato risulterebbero almeno in parte soddisfatti, dall'altro sostanzialmente disconosciuti. Chiara è anche la loro differenza dal punto di vista degli interessi *pregiudicati*: in particolare, deve notarsi sotto questo aspetto che la soluzione da ultimo ipotizzata, nel riservare un ruolo alla disciplina cartolare, non pregiudica in effetti la consistenza del patrimonio sociale e neppure incide sulla misura del capitale sociale, altera invece, postulando una riduzione proporzionale delle partecipazioni corrispondenti ai titoli, il *quantum* statutariamente fissato per l'unità azionaria.⁷⁰

In definitiva, le due soluzioni appena poste a confronto si distinguono *dal punto di vista dell'acquirente* del titolo in quanto lo riconoscono socio oppure gli consentono soltanto un'azione risarcitoria; *dal punto di vista della società* in quanto, in un certo senso consequenzialmente, incidono sulle decisioni statuarie in merito alla misura della partecipazione azionaria oppure (a causa di quell'azione risarcitoria) sul patrimonio della società.⁷¹

Si confronti invece la soluzione che postula una riduzione proporzionale del *quantum* di partecipazione con quella che volesse riconoscere un pieno valore cartolare ai titoli azionari, con una tutela quindi estesa anche alla misura dei diritti «incorporati». In entrambi i casi si propone un risultato sostanzialmente neutrale rispetto al patrimonio della società, che in entrambi i casi non è sottoposto ad azioni risarcitorie tipo quella accennata; esse si distinguono però poichè la prima vuole salvaguardare quanto statutariamente deciso riguardo alla *cifra globale* del capitale sociale, incidendo allora sulle sus frazioni corrispondenti alle azioni, mentre per converso la seconda lascia impregiudicate queste ultime ed incide quindi su quella.

14. Questi cenni sommari (mi) convincono che aspetto cruciale della questione deve considerarsi l'atteggiarsi degli interessi con riferimento al *quantum* di partecipazione «incorporato» nei titoli azionari. Essi indicano infatti che l'ipotesi di una sua riduzione proporzionale, in misura tale da *ugualmente* tutelare gli acquirenti dei titoli stessi, può

⁷⁰ Un alterazione quindi che, come a volte sottolineato da alcuni Eutori indicati nella nota precedente, incide esclusivamente su interessi *interni* al gruppo sociale e non coinvolge in alcun modo la posizione dei terzi ed in particolare dei creditori.

⁷¹ L'alternativa in sostanza se aderire ad una soluzione che incide negativamente sul patrimonio sociale oppure sull'interesse organizzativo della società quale si è espresso della individuazione delle frazioni azionarie del capitale sociale: e *v.*, sottolineando il significato soltanto *formale* del capitale, l'esigenza quindi che gli interessi al riguardo cedano nel conflitto con quelli (ritenuti) più sostanziali alla tutela della circolazione dei titoli azionari, Hueck-Canaris, *op. loc. ult. cit.*

risultare coerente con gli altri interessi rilevanti nella vicenda: si tratti del capitale sociale di per sè considerato oppure del patrimonio sociale, o si tratti della negoziazione del titolo. Un'ipotesi di soluzione, in sostanza, che non sembra pregiudicare interessi diversi da quelli potenzialmente rilevanti con riferimento a quel *quantum*.

Si tratta quindi di chiedersi se e quale tutela questi ultimi richiedono, e ciò sia del punto di vista cartolare sia da quello del diritto societario.

Per il primo aspetto la questione coinvolge in definitiva uno dei temi centrali e decisivi per la teoria dei titoli di partecipazione: la circostanza cioè che essi riguardano posizioni giuridiche caratterizzate da un nesso di ineliminabile interdipendenza; con la conseguenza non solo che ogni accrescimento di una implica la corrispondente riduzione delle altre, ma anche che in effetti proprio nel *quantum* di diritti, piuttosto che nella generica individuazione del loro contenuto, si caratterizzerebbe la posizione giuridica del soggetto.⁷² In questo senso, un'ipotesi di riduzione di quel *quantum* rispetto a quello prestabilito e risultante dal documento potrebbe sembrare una sostanziale, addirittura decisiva, diminuzione della tutela cartolare.

Sarebbe forse lecito in realtà chiedersi, in punto di sintassi di interessi, se l'esigenza cui si volge la disciplina cartolare siano meglio soddisfatte nel nostro caso tutelando totalmente alcuni acquirenti e sacrificando altrettanto integralmente altri, piuttosto che «riducendo» proporzionalmente la posizione di tutti.⁷³

La questione va però al di là di questi termini in definitiva valutativi. Essa coinvolge il senso di quella «interdipendenza» tra posizioni giuridiche che caratterizza i nostri titoli; pone cioè il problema se è tale da giustificare una soluzione per cui il fatto extracartolare dell'altrui acquisto incide sulla posizione del possessore, e se siffatta incidenza deve ritenersi oppure no contraddittoria con la sua tutela cartolare.⁷⁴

⁷² Come noto e come già accennato il punto è stato soprattutto sviluppato da d'Alessandro: cfr. in particolare *I titoli di partecipazione*, cit., pp. 301 ss.; e v. pure lo spunto di Flechtheim, op. cit., *Vorbem*, zu §§ 222-223, Anm. 4, laddove, in critica all'ipotesi discussa nel testo, si osserva che: «gegen die Gefahr, dass echte Aktien ohne einen äusserlich erkennbaren Vorgang in ihrer Beteiligungsquote geschmälert werden können, würde es keinen Schutz geben».

⁷³ E v. infatti i rilievi critici di Libertini, *Profili*, cit., pp. 128 ss. e p. 139.

⁷⁴ I due aspetti evidenziati nel testo assumono in effetti un diverso rilievo ai nostri fini. Pero quanto concerne il primo (la circostanza cioè che, secondo la soluzione discussa, gli acquisti cartolarmente tutelati degli altri possessori dei titoli azionari «ridurrebbero» il *quantum* dei diritti in essi «incorporati»), si tratta in effetti di un risultato comune e tutte le soluzioni a confronto, neppure esclusa quella che dalla

Al riguardo vorrei esprimere l'opinione che la risposta a quest'ultimo quesito possa essere negativa. Ci si può forse convincere in tal senso se si considera la diffusa sensazione che per i titoli azionari sia necessario distinguere tra problemi a rilevanza *collettiva* e problemi a rilevanza *individuale*, dovendosi in effetti riconoscere la tutela cartolare ai secondi e discutendosi esclusivamente con riferimento ai primi.⁷⁵ Precisato, come ritengo si debba, che quella «rilevanza collettiva» non è altro se non una formula per esprimere l'interdipendenza delle posizioni giuridiche considerate, può essere conseguenziale ritenere che l'incidenza dei problemi ivi compresi non contraddice la tutela cartolare del *singolo* acquirente di un titolo e neppure rappresenta una sua riduzione, ma si pone su un piano diverso e ad essa estraneo.⁷⁶

vicenda in esame deduce una sorta di forzoso aumento di capitale (poichè anche in tal caso si riduce la «quota» di partecipazione del socio; sotto questo profilo la differenza è soltanto quella, in definitiva meramente formale, se tale «riduzione» deve avvenire incidendo sul valore nominale delle azioni oppure sulla cifra del capitale sociale); in particolare, anche far riferimento al criterio cronologico per affermare la «nullità» dei titoli in eccesso significa limitare, anzi escludere, la tutela cartolare sulla base di un dato di per sé privo di evidenza cartolare e su tale piano omogeneo con l'altrui acquisto.

Il problema s'incentra allora sul secondo aspetto segnalata: l'interrogativo cioè se e quale di queste forme di incidenza può ritenersi compatibile con il sistema cartolare.

⁷⁵ Sul punto cfr. i cenni *supra* a nota 51, cui *adde* tra gli altri Libertini, *Profili cit.*, pp. 134 s.; Hueck-Canaris, *op. cit.*, pp. 218 s.; Siegwart, *op. cit.*, p. 176; Scheer, *Der interimsschein, cit.*, pp. 34 ss.; E. Ulmer, *Das Recht, cit.*, pp. 70 s.; Gasperoni, *Le azioni, cit.*, p. 155; Jäggi, *Die Wertpapiere, cit.*, pp. 539 s.; Nägele, *Die Mitgliedschaftspapiere, cit.*, pp. 82 ss.; Jacobi, *Die Wertpapiere im Bürgerlichen Recht, cit.*, pp. 354 ss.; e, con ampia illustrazione d'Alessandro, *I titoli di partecipazione, cit.*, p. 325 ss.

Riterrei anzi, e credo evidente il rilievo che può assumere ai nostri fini, che quella distinzione non limita il suo significato ai problemi cartolari, ma assume un significato ben più ampio: che, per esempio, anche laddove i titoli non siano emessi abbia un senso (sia anzi necessario) distinguere tra «eccezioni» opponibili al successivo acquirente della partecipazione ed «eccezioni» le quali, poichè prive di rilevanza statutaria e risultanti da accordi individuali del socio con la società, non possono essergli opposte: e v. lo spunto di Pestalozzi-Henggeler, *op. cit.*, pp. 38 ss. Dal che può forse trarsi la sensazione per cui il sistema societario non tanto implica una deviazione rispetto alla disciplina cartolare, quanto una diversa individuazione del concetto stesso di «rapporti personali» e/o «fondati su rapporti personali»; e v. anche il rilievo di Ferri, «Ancora sul concetto di titolo di credito», in *Banca borsa ecc.*, 1957, I. p. 66 (a p. 78): «eccezioni che sono personali nella cambiale, non sono sicuramente tali nei titoli causali».

⁷⁶ In senso contrario cfr. invece d'Alessandro, *I titoli di partecipazione, cit.*, spec. p. 319: «il titolo incorpora non la mera e nuda qualità di socio, comunque intesa, ma questa qualificata almeno anche dalla misura quantitativa della partecipazione»; v. d'altra parte, in termini parzialmente coerenti con quanto qui sostenuto, il rilievo di Ferri, *Le promesse unilaterali, cit.*, p. 63: «poteri e diritti non sono in funzione del titolo e cioè della dichiarazione cartolare, ma sono in funzione dell'ordinamento dell'organizzazione e delle vicende di questa».

In realtà, la prospettiva stessa dell'«acquisto cartolare» dovrebbe condurre a questo tipo di risultati. Si tratta per definizione di un fatto *individuale*, la negoziazione del titolo: logico è quindi circoscrivere la sua rilevanza e tutela sul piano dei problemi ugualmente individuali; mentre sarebbe ultroneo ed in un certo senso contraddittorio riconoscergli il significato di incidere su una sfera collettiva cui è di per sé estraneo. Intendo dire che la soluzione in esame non può essere in effetti considerata una «riduzione» della tutela cartolare dell'acquirente del titolo azionario per la semplice considerazione che tale tutela si volge ad un *fatto* in quanto tale privo delle caratteristiche necessarie per riflettersi su quella sfera collettiva.⁷⁷

Per esprimerci in termini più tradizionali, e forse più agevolmente comprensibili, potrebbe osservarsi che quella caratteristica interdipendenza di posizioni giuridiche mostra che il *quantum* di partecipazione corrispondente al singolo titolo azionario, poichè in effetti risultante da un rapporto di proporzionalità con le altre, non può far parte del contenuto del «diritto cartolare»: esso cioè non è «incorporato» nel documento, ma dipende appunto dalla misura di queste altre, una circostanza a quel documento ed al suo acquisto evidentemente *esterna*.

Appare chiaro del resto, su un piano più concreto, che non sarebbe in alcun caso ipotizzabile una tutela cartolare con riferimento alle risultanze letterali del documento relative a quel *quantum*.⁷⁸

⁷⁷ Se si condivide cioè la sensazione, già altrove espressa (*v.* nota 44), per cui la trasmissione della partecipazione azionaria si svolge su un piano esterno all'organizzazione della società, tanto anzi da richiedere dati ulteriori che ne affermino la rilevanza nei suoi confronti, diviene forse meno difficile comprendere una soluzione in base alla quale la disciplina cartolare non può estendersi fino al punto da intervenire riguardo al *quantum* di partecipazione corrispondente al singolo titolo. Si tratta infatti di una disciplina la quale ha per oggetto (non la situazione giuridica soggettiva, bensì) la *negoziatio*: si colloca quindi su un piano distinto da quello concernente la sua rilevanza poi per l'organizzazione societaria e lascia di conseguenza impregiudicati i problemi che si pongono ai fini della sua «traduzione» su quest'ultimo piano: sicchè gli eventuali adattamenti che da essa derivino non possono intendersi, appunto perchè su un piano diverso, in contraddizione con la disciplina cartolare.

⁷⁸ Mi sembra infatti evidente che, per esempio, non vi possa essere tutela dell'acquirente nell'ipotesi in cui, senza che risulti dal titolo, sia stato modificato il capitale sociale e conseguenzialmente la misura proporzionale della «quota» corrispondente al titolo stesso.

In termini più ampi è appena il caso di osservare che con tali rilievi si traggono le logiche conseguenze della diffusa soluzione per cui non tutte le indicazioni che la legge vuole risultare dal titolo sono in effetti necessarie per la sua validità, bastando invece la possibilità di identificare la partecipazione da esso rappresentata: *v.* per tutti De Martini, *Azioni e obbligazioni, cit.*, pp. 26 ss.; Siegwart, *op. cit.*, pp. 170 s.; e *v.* Godin-Wilhelmi, *op. cit.*, sub § 13 Anm. 2. Agevole è infatti, a mio parere, dedurne che ques-

Infine, dal punto di vista degli interessi in giuoco, basta forse considerare che è implicito nella posizione dell'azionista il rischio derivante dalla circostanza che altre situazioni sociali, con essa concorrendo, ne modificchino il contenuto concreto. Non necessariamente deve sorprendere quindi che in tale rischio sia compreso anche quanto concerne lo svolgimento del procedimento di emissione, anche pertanto l'eventualità che sue anomalie (che abbiano permesso un altrui valido «acquisto cartolare») determinino quella concorrenza.

15. Sembra quindi che l'ipotesi di soluzione la quale nella fattispecie in esame «riduca» proporzionalmente il *quantum* di partecipazione corrispondente ai titoli azionari non possa considerarsi in contrasto, ma sia anzi fondamentalmente coerente, con l'esigenze del diritto cartolare. Si tratta allora, per concludere sul punto, di verificarne il significato e l'eventuale portata alla luce del diritto societario.

I precedenti rilievi possono forse aver contribuito ad un chiarimento del tema sotto questo profilo. Si è osservato infatti che quell'ipotesi di soluzione non contrasta di per sé con le regole di formazione del capitale sociale, che anzi vuole preservare nella misura statutariamente determinata. Essa altera invece un'altra decisione statutaria, quella che ha per oggetto l'unità azionaria:⁷⁹ di tale alterazione è necessario pertanto accertare la possibilità e comprendere il senso.

Il discorso deve essere impostato, se non m'inganno, sul piano di un confronto tra il significato *organizzativo* di quella decisione e la possibile portata di quella sua alterazione che si propone di discutere: un'alterazione la quale conseguirebbe a vicende *circolatorie* e che in quanto tale non necessariamente si colloca sullo stesso piano della prima.

In effetti, anche a questo proposito deve muoversi dalla consapevolezza che è tipica del sistema delle società di capitali la distinzione tra questi due piani: tipica cioè la prospettiva secondo cui i fatti circolatori aventi per oggetto la partecipazione non assumono immedia-

ta insenzialità per la validità cartolare riflette l'estraneità stessa di quei dati rispetto ai problemi che propriamente si pongono in merito all'applicazione della disciplina cartolare e della relativa tutela: un indizio ulteriore, comunque, nel senso qui sostenuto secondo cui non vi sarebbe contraddizione con tale disciplina nell'ipotesi in cui la posizione giuridica dell'acquirente risulti in definitiva diversa rispetto a quella che parrebbero indicare i dati effettivamente contenuti nel documento.

⁷⁹ Decisione la cui valenza organizzativa risulta chiaramente sia dal suo ruolo quale *unità di misura* per l'esercizio dei diritti sociali sia dal compito che svolge al fine di determinare il *minimo di partecipazione* (anche quindi e soprattutto di conferimento) richiesto per assumere la posizione di socio.

tamente rilievo per l'organizzazione societaria, ma solo per il tramite di dati *uteriori* che tale rilevanza possono consentire.⁸⁰ Sicchè realizzandosi una sorta di «traduzione» della vicenda (intersoggettiva) di trasferimento della partecipazione in un fatto organizzativo, non del tutto sorprendente appare l'eventualità che la prima subisca un qualche mutamento di significato, se e quando appunto necessario per tale «traduzione».

Intendo dire, per quanto qui immediatamente interessa, che la determinazione dell'unità azionaria è un vincolo posto dall'organizzazione della società ed operante *nei suoi confronti*. Esso non vincola direttamente le operazioni mediante cui la partecipazione viene negoziata, fatti di per sè *esterni* all'organizzazione, bensì i modi in cui esse poi rilevano per quest'ultima.

Questo è del resto il senso della «indivisibilità» sancita dall'art. 2347 cod. civ. Si tratta di una regola organizzativa in virtù della quale non è consentito al socio modificare la decisione statutaria da cui risulta l'unità azionaria; essa invece, ovviamente, non preclude l'eventualità che, derivandone appunto un'applicazione della norma, si trasferisca *inter partes* una «quota» dell'azione.⁸¹

Può anzi osservarsi che questa eventualità presenta caratteristiche le quali non sono poi tanto dissimili dall'ipotesi in discussione. In entrambi i casi si ipotizza l'acquisto di un *quantum* di partecipazione inferiore all'unità azionaria, il quale pertanto richiede poi quell'opera di «traduzione» per la sua rilevanza nei confronti della società. La differenza consiste nella «ragione» di tale acquisto: in un caso l'atto negoziale del titolare, nell'altro un «acquisto cartolare». Forse allora non del tutto logico sarebbe negare al secondo il valore che al primo può, ugualmente senza contraddire le regole organizzative della società, essere riconosciuto.

Si pensi ancora all'altra ipotesi del raggruppamento delle azioni ed al conseguente problema del «resti».⁸² Ne deriva una situazione per cui la nuova misura dell'unità azionaria certamente non preclude che quei «resti» possano circolare; neppure preclude, ovviamente, che a tale circolazione possa applicarsi la disciplina cartolare.

⁸⁰ Rinvio sul punto alle indicazioni che mi sono permesso di fornire a nota 44.

⁸¹ Per una prima analisi della norma posta nell'art. 2347 cod. civ. mi permetto rinviare al mio "Disposizioni generali sulla società per azioni", in *Trattato di diritto privato*, diretto da Pietro Rescigno, Torino, 1985, vol. 16, pp. 210 ss.

⁸² Anche qui mi permetto rinviare per una prima indicazione al mio lavoro da ultimo citato, pp. 207 ss.

Questa ipotesi presenta anzi molteplici motivi di interesse ai nostri fini e può indicare a mio parere una risposta plausibile all'interrogativo qui posto. Essa infatti individua una fattispecie nella quale deve ammettersi la circolazione di «frazioni» dell'unità azionaria: «frazioni» che costituiscono da un lato la conseguenza eventuale della decisione statutaria di raggruppamento, dall'altro di «acquisti cartolari» pur essi imputabili alla società per il modo in cui è stato concretamente eseguito il procedimento di emissione.⁸³ Essa mostra ancora come tale circolazione e l'esistenza stessa di quelle «frazioni» non si pongano necessariamente in contraddizione con la regola concernente l'unità azionaria.⁸⁴ Mentre infine, per chi nega debba riconoscersi una tutela assoluta al socio nei confronti delle operazioni di raggruppamento,⁸⁵ ne può risultare un ulteriore argomento a conferma del convincimento che nel nostro caso la proposta «riduzione» proporzionale del *quantum* di partecipazione rappresentato dai titoli azionari non contraddice in effetti la tutela cartolare dei loro acquirenti.⁸⁶

16. Le due fattispecie fin qui (forse troppo) analiticamente esaminate presentano alcune comuni caratteristiche che possono a mio parere consentire una generalizzazione del discorso. Ad esse è comune soprattutto la sussistenza e validità del procedimento di emissione, nel senso di decisione societaria sulla cui base i titoli vengono emessi, e quindi la

⁸³ Vorrei anche osservare che in entrambi i casi non si altera direttamente, a ben guardare, la decisione organizzativa della società: essa infatti non ha quale oggetto immediato il diritto del socio, bensì l'unità assunta per la sua misurazione. Osserverei anzi che l'eventualità della formazione di «resti» costituisce pur essa (come nel nostro caso) una vicenda *esterna* all'organizzazione societaria, che cioè la decisione di procedere al raggruppamento delle azioni non è (direi: ovviamente) una decisione di formare i «resti», i quali in realtà vengono a costituirsi all'esterno appunto della società ed in conseguenza di circostanze (la quantità di azioni possedute dai singoli soci) da essa indipendenti e per essa almeno entro certi limiti irrilevanti.

⁸⁴ Sintomatica è soprattutto la tesi largamente condivisa che individua una proprietà delle azioni *ex art.* 2347 cod. civ. tra i titolari dei «resti»: v. soprattutto B. Visentini, «Sul frazionamento e sul raggruppamento delle azioni», in *Banca borsa ecc.*, 1960, I, p. 14. Con essa, infatti, da un lato se ne consente la negoziazione, auspicata del resto al fine di agevolare la ricomposizione dell'unità azionaria, dall'altro si chiarisce trattarsi di vicende *esterne* all'organizzazione societaria, nei cui confronti ovviamente opera la regola di indivisibilità dell'art. 2347 cod. civ. (per esempio e soprattutto ai fini dell'esercizio dei diritti sociali).

⁸⁵ Rinvio anche qui, per una prima informazione in merito alla discussione sul punto, al mio lavoro ricordato a nota 82.

⁸⁶ Ciò sotto un duplice profilo: in quanto tale «riduzione» potrebbe essere imposta dalla società al socio; ed in quanto evidenzia un'ipotesi nella quale non sarebbe evidentemente possibile tutelare cartolarmente l'acquirente del «resto» nel suo (pur anche) incolpevole affidamento che si tratti invece di vere e proprie unità azionarie.

possibilità di un efficace «acquisto cartolare».⁸⁷ Si differenziano invece per l'anomalia che si verifica nel corso della sua materiale esecuzione: un'anomalia che da un lato possiamo definire di tipo soggettivo, in quanto il titolo viene consegnato a persona diversa dal titolare della partecipazione sociale, e dall'altro di tipo oggettivo, risultando emesso un numero maggiore di titoli rispetto a quello deciso.

Quella comune caratteristica spiega la fondamentale omogeneità della prospettiva con cui si è tentato di fornire un'ipotesi di soluzione ai due problemi: la prospettiva in sostanza per cui, nei conflitti ai quali possono vantare un acquisto di questo tipo, in essa si ponga inoltre l'eventualità di quella proporzionale «riduzione» di cui si è appena discusso, dalla seconda fattispecie un conflitto tra soggetti che ugualmente possono vantare un acquisto di questo tipo, in essa si ponga inoltre l'eventualità di quella proporzionale «riduzione» di cui si è appena discusso.

Se le ipotesi delineate possono essere condivise, non è forse difficile riconoscere ad esse un valore paradigmatico per una serie ben più ampia di problemi concernenti l'emissione dei titoli azionari, in particolare quelli che si presentano nei casi di loro «duplicazione».

Si consideri per esempio la fattispecie da tempo studiata in cui, deciso l'annullamento dei titoli azionari, si verificano errori nella loro materiale sostituzione.⁸⁸ Può trattarsi, a seconda dei casi, di un errore che

⁸⁷ Riterrei cioè che i precedenti rilievi, se condivisi, possono confortare la sensazione che quella decisione societaria costituisca il presupposto necessario e sufficiente per la rilevanza cartolare del titolo. Mentre mi sembra che le anomalie che possono verificarsi nella sua esecuzione da un lato non valgano ad escluderne l'imputabilità alla società (e quindi al gruppo dei soci), dall'altro non rappresentino vicende le quali assumono rilevanza per l'organizzazione societaria in quanto tale, bensì soltanto nei rapporti con i singoli possessori: vicendo quindi che possono essere valutate secondo la disciplina cartolare: e v., per un confronto, la prospettiva generale ricordata alle note 49 e 74.

⁸⁸ Il tema è uno dei più classici per la nostra materia, a partire almeno dalla notissima sentenza dell'App. Roma, 15 marzo 1934, in *Riv. dir. comm.*, 1935, II, p. 67, con nota di Invrea, "Azioni e titoli azionari", decisione, come noto, annotata anche da Ascarelli, *Sulla circolazione di azioni annullate*, cit., pp. 249 s.; v pure, per una più recente fattispecie analoga, ma nella quale lo specifico punto che si interessa non è stato discusso, Cass., 29 febbraio 1982, in *Dir. fall.*, 1982, II, p. 578; e, con particolarità però che caratterizzavano la singola vicenda, App. Trieste, 20 giugno 1960, in *Giur. it.*, 1960, I, 2, p. 915, con nota di Pellizzi, "Duplicazione di azioni sociali e conflitto tra i loro titolari", per un antico esempio nella giurisprudenza tedesca, "Reichsgericht", 16 gennaio 1891, in *RGZ* 27, 50.

La notorietà del tema credo quindi possa esonerare da citazioni analitiche. Mi limito a ricordare alcuna tra le posizioni più significative e che possono considerarsi rappresentative dell'estrema varietà di soluzioni proposte: Martorano, *Lineamenti*, cit., pp. 63 s.; Pellizzi, *Principi*, cit., p. 37, in nota; Libertini, *Premesse*, cit., pp. 136 ss.; Gasperoni, *Le azioni*, cit., p. 157; De Martini, *Azioni e obbligazioni*, cit.,

consente di assimilarla alla prima oppure alla seconda delle due ipotesi qui discusse: quando il nuovo titolo viene consegnato ad un soggetto diverso dall'avente diritto e quando, avvenuto il suo rilascio, anche il vecchio titolo rientra in circolazione. In entrambi i casi non dovrebbe apparire allora troppo difficile l'utilizzazione dei risultati applicativi che qui si è tentato di illustrare.⁸⁹

Sarebbe evidentemente eccessivo tentare un esame analitico di tutte le evenienze in cui possono presentarsi problemi del genere. Ciò imporrebbe di considerare distintamente per ciascuna l'eventualità di specifici dati positivi idonei ad incidere sui risultati proposti;⁹⁰ e l'eventualità che in alcune ipotesi al procedimento di emissione partecipino (oltre la decisione sociale che ne rappresenta il fulcro ineliminabile) anche i modi in cui il titolo azionario viene materialmente rilasciato, ed essi quindi valgano a condizionarne la rilevanza cartolare.⁹¹

p. 24; Fiorentino, *op. cit.*, p. 55; Panzarini, *Autonomia e circolazione, cit.*, p. 81, in nota.

⁸⁹ In estrema sintesi credo che la prospettiva qui adottata possa consentire di delineare una serie di ipotesi e corrispondenti soluzioni. Nel primo caso indicato nel testo si tratterà infatti, come nella fattispecie di erronea consegna del titolo a persona diversa dal titolare della partecipazione, di utilizzare la regola dell'art. 1994 cod. civ. al fine di risolvere il conflitto tra i due soggetti. Nel secondo caso il conflitto verrà risolto tutelando, laddove ne ricorrono le condizioni, l'«acquisto cartolare» (con l'ovvia avvertenza che di questo non è possibile in ogni caso parlare quando sul documento è presente un segno grafico che renda riconoscibile l'avvenuto annullamento del titolo); prevarrà invece il titolare del diritto quando quel tipo di acquisto non può essere vantato da alcuno dei due contendenti; mentre, nel caso che entrambi «meritano» tale tutela, ne deriverà una «riduzione» del *quantum* di partecipazione ad essi spettante.

Vorrei soltanto sottolineare che in quest'ultima ipotesi siffatta «riduzione» dovrebbe coinvolgere soltanto i due soggetti interessati dalla vicenda. Ciò in quanto essa concerne l'oggettiva unità azionaria in questione, una sorta in sostanza di sua scomposizione, a *fini circolatori e per la tutela della circolazione*, in «resti» quali quelli con cui abbiamo rilevato, sotto questo profilo, una sostanziale analogie; così come, è superfluo ribadirlo, nell'ipotesi di «sovraemissione» al proporzionale «riduzione» coinvolgerà i soli titoli relativi alla singola operazione, per esempio il singolo aumento di capitale, nell'esecuzione della quale si è verificata l'anomalia che ha dato origine al problema.

⁹⁰ Ciò potrebbe avvenire, per esempio, qualora si condividesse la diffusa opinione che riconosce al procedimento previsto dall'art. 2344 cod. civ. una portata analoga a quella dell'ammortamento: così per tutti Chiomenti: *Il titolo, cit.*, p. 322; Salanitro, *L'invalidità delle deliberazioni del consiglio di amministrazione di società per azioni*, Milano, 1965, pp. 150 s.; e Frè, "Società per azioni", in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1982 (quinta edizione a cura di Pellicano), p. 160; v. però lo spunto critico di Ferri, *I titoli di credito, cit.*, p. 190.

⁹¹ Questo potrebbe essere il caso quando l'anomalia si verifichi all'atto della sostituzione dei certificati provvisori con quelli definitivi: in tale ipotesi, cioè, ci si potrebbe forse chiedere se e quale ruolo possa svolgere la destinazione dei certificati provvisori (evidenziata nella stessa *chartula*) ad essere sostituiti; e se ciò non impli-

In via generale, comunque, vorrei suggerire che presupposto di tale rilevanza debba essere considerato soltanto la decisione sociale che, in quanto fatto *collettivo*, permette un'imputazione della vicenda all'organizzazione societaria, non invece le circostanze della sua materiale esecuzione che, coinvolgendo essenzialmente interessi *individuali* dei possessori dei titoli, possono essere valutate (senza incidere su quell'organizzazione) alla stregua della generale disciplina cartolare.

chi anche una peculiarità, rilevante ai fini del regime cartolare, per il procedimento di emissione dei corrispondenti certificati definitivi: sul punto mi permetto rinviare, per alcune indicazioni e per una soluzione che ritengo ora molto più problematica di quanto mi era apparso a prima vista, al mio "La partecipazione azionaria nella società per azioni", in *Trattato Rescigno, cit.*, pp. 305 ss.