Doutrina

II DIRITTO DELLE SOCIETÀ TRA AUTONOMIA DEI PRIVATI E INTERVENTO DEL LEGISLATORE*

DIEGO CORRADO

Una definizione del campo di indagine. La società per azioni: spunti per un'analisi economica. Ragioni storiche dell'attuale equilibrio. Una premessa di metodo e un angolo visuale. Specificazione dei "property rights" e uso di risorse scarse: un approfondimento. Intervento del legislatore e autonomia dei privati. Il testo unico della finanza: il legislatore accoglie il contributo di Coase? Giurisprudenza e diritto positivo: un possibile circuito virtuoso. Cenni comparatistici: il caso inglese. Il difficile equilibrio tra strumenti legislativi, moral suasion e autoregolamentazione. Conclusioni.

Una definizione del campo di indagine

Negli ultimi due decenni sono maturate nel nostro paese le condizioni che hanno reso indifferibile una riforma generale degli istituti del diritto societario; sarebbe superfluo elencarle tutte, ma certo è illuminante osservare la concomitanza del conferimento della delega al governo per la revisione delle norme in materia (contenuta nell'art. 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52¹) con la

privatizzazione di alcuni tra i più importanti gruppi italiani e con il movimento internazionale di ristrutturazione industriale che interessa i settori economici più importanti.

Ad una proprietà pubblica da intendere nel senso di "statale" si va sostituendo anche nel nostro paese una proprietà pubblica in quanto diffusa tra milioni di anonimi risparmiatori; il tema del governo societario

* Questo scritto è apparso per la prima volta su Filosofia e Questioni Pubbliche, Roma, Luiss Edizioni, n. 1, 2001.

1. Il 4º comma della norma citata dispone: "In sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi potrà essere altresì modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza". La delega ha avuto esecuzione con l'emanazione, da parte del governo, del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, "Testo unico delle disposizioni in materia di

intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52". Il testo normativo unifica ratione materiae la disciplina degli intermediari e dei mercati (Parti II e III) e quella dei soggetti emittenti titoli rivolti al pubblico degli investitori (Parte III). Quest'ultima in particolare contiene nuove norme in tema di offerte pubbliche di acquisto o di scambio (Titolo II, Capo III), e, con specifico riferimento alle società per azioni con azioni quotate, in tema di assetti proprietari (Titolo III, Capo II, Sezione I), tutela delle minoranze (Sezione II), deleghe di voto (Sezione III), azioni di risparmio (Sezione IV), nuova ripartizione dei compiti tra collegio sindacale e società di revisione (Sezioni V e VI). Peraltro è opportuno sottolineare che la nuova disciplina si applica, nella grande maggioranza dei casi, alle sole società emittenti titoli quotati in mercati ufficiali.

diventa così un argomento di politica generale,² esce da ristretti ambiti specialistici per interessare non solo la fondazione di un più corretto insieme di regole del gioco per gli operatori professionali ma anche uno strumento che agevoli la partecipazione dei cittadini alla vita economica nazionale.

Questa breve riflessione, se è sufficiente a fornire le ragioni di uno studio dedicato ad approfondire l'argomento, ancora non basta a definirne i confini. Dobbiamo perciò dedicare alcuni brevi cenni a questo scopo. Non si tratta di un'impresa facile: non solo perché l'ampiezza del concetto, la sua indeterminatezza, sono di per sé sufficienti a far sì che ogni tentativo di sistemazione teorica degli istituti che regolano il governo societario sia fortemente influenzata da fattori che esulano dal nostro specifico ambito disciplinare. Ma anche, e forse soprattutto, perché si tratta di una materia storicamente determinata, il cui contenuto risente fortemente dell'evoluzione economica e politica del sistema di riferimento.

La ricostruzione storica assume quindi in questa sede particolare rilievo, non solo al fine di un migliore inquadramento degli istituti o per un interesse esclusivamente erudito, ma anche e soprattutto per dare conto del perché, nell'analizzare il contesto italiano, si privilegeranno determinati contenuti e determinati approcci, assenti o

2. Come osserva Visentini, "merita ancora ricordare che la disciplina del mercato e delle società racchiude principi di attuazione dell'ordine democratico innanzitutto nella legittimazione del potere; e poi nella distinzione dei poteri, nel loro bilanciamento, nelle regole di trasparenza e di controllo contabile, nello sviluppo delle azioni civili di responsabilità. (...) La disciplina delle società è disciplina in senso ampio della proprietà, della disponibilità dei beni economici. La libertà, le libertà politiche, sociali, di pensiero, professionali, sono tutte dipendenti strettamente dalle libertà economiche. (...) Sicché non è in gioco solo l'efficienza dell'economia, ma si discute delle stesse libertà individuali, che trovano garanzia nel pluralismo economico" (G. Visentini, "Osservazioni sulla recente disciplina delle società azionarie e del mercato mobiliare. Spunti di riflessione sulla sensibilità democratica nella formulazione delle scelte politiche", Rivista delle società, 1998, p. 184).

marginali nel dibattito di altri paesi. Riconoscere le ragioni dell'attuale assetto del governo societario nel nostro paese assume dunque estrema importanza proprio a fini pratici, per individuare gli aspetti su cui l'interprete e il legislatore si dovranno confrontare al fine di delineare strategie di intervento efficaci.

Venendo così al tema del presente lavoro, registriamo come, secondo un'accezione recentemente proposta in dottrina, per corporate governance si deve intendere "l'insieme di regole e istituzioni volte a conciliare interessi di imprenditori e di investitori al fine di assicurare che il controllo delle imprese sia allocato con efficienza (...) in modo il più possibile indipendente dalle disponibilità finanziarie degli individui".3 L'espressione inglese è una definizione di sintesi che racchiude norme di diritto positivo, la cultura organizzativa prevalente in un determinato sistema economico e le pratiche aziendali e professionali relative all'esplicarsi dei rapporti di direzione in ambito societario. Il concetto ad essa sotteso va quindi al di là della nozione di controllo desumibile dalle norme del codice civile o da quella di autorità posta a base della teoria principale-agente studiata dagli economisti. È stato osservato in proposito che lo stesso termine governance è di introduzione recente anche nel lessico giuridico

3. L. A. Bianchi, "Considerazioni introduttive 'al fascicolo' Corporate Governance", Rivista delle Società, 1996, p. 405. Tale definizione pare essere stata fatta propria anche dal legislatore, se è vero che nella relazione governativa al recente Testo unico della finanza si legge che "scopo delle regole di governo societario è quello di individuare un sistema di checks and balances nel quale tutti i soggetti che operano e interagiscono nell'ambito dell'impresa abbiano la possibilità di vedere efficacemente tutelati i propri interessi, assicurando al contempo che il controllo sia allocato con efficienza, ossia agli imprenditori più adatti, e con il maggior grado di separazione tra governo delle imprese e titolarità dei mezzi finanziari in esse investiti. La crescita delle imprese è infatti strettamente collegata alla loro capacità di raccogliere risorse oltre le disponibilità personali di chi inizialmente le controlla" (suppl. ord. n. 52/L alla G. U. del 26 marzo 1998, n. 71).

anglosassone, essendo stato recepito dal linguaggio dell'economia e della scienza politica, a voler rappresentare una nuova prospettiva di analisi della società per azioni. È insomma un termine volutamente atecnico che vuole "cogliere la prospettiva politica della società per azioni nel contesto complessivo dell'ordinamento giuridico". In questo senso, il concetto dà il criterio per ordinare gli interessi coinvolti nella gestione sociale secondo regole che ne esprimono poteri e assetti.

Vi è già in prima battuta un' importante osservazione da fare: la definizione testé proposta individua come critico il rapporto tra i soci, evidenziando rapporti tutti interni al ceto degli azionisti. Giustamente, a parere di chi scrive, poiché, come si illustrerà più avanti, a causa della particolare evoluzione italiana, questo resta il nodo da sciogliere, mentre in altri ordinamenti il conflitto si esprime tra soci e manager.

Più in generale, da quanto esposto in queste prime considerazioni emerge per intero la complessità del tema, accresciuta, se così si può dire, dalla sua natura intrinsecamente multidisciplinare. Se l'ottica del diritto commerciale è senz'altro la più appropriata per condurre l'analisi, in quanto è in quel linguaggio che vanno poi tradotte le norme (perlomeno quelle esplicite) che regolamentano la materia, è indubbio che non si possono trascurare i contributi che giungono da altre discipline.⁶

4. G. Visentini, La società per azioni nella prospettiva della corporate governance, Roma, Giuffrè-Ceradi, 1997, pp. 102 ss.

5. Ivi, p. 105.

6. Limitandosi ai campi del diritto è stato osservato che "ogni problema di riforma del diritto societario non può essere considerato isolatamente, ma deve essere valutato insieme con tutti quelli che lo condizionano direttamente o indirettamente. L'ordinamento societario è solo una tessera di un più vasto mosaico di ordinamenti giuridici, sicché la riforma delle società va insieme con l'ordinamento dei mercati finanziari da un lato, con l'ordinamento bancario dall'altro, con l'ordinamento antitrust, con quello fallimentare e altri ancora" (G. Rossi, *Intervento* al convegno di S. Margherita Ligure del 13-14 giugno

Qualche ulteriore precisazione si impone. Innanzi tutto avremo come punto di riferimento pressoché esclusivo il modello della società per azioni, o comunque soggetti a questa analoghi e a questa raffrontabili, quando dovremo prendere in considerazione contributi di autori stranieri. Il perché di questa scelta è intuitivo, se solo si pensi alle dimensioni quantitative del fenomeno; ci sono tuttavia altre ragioni, di rilevanza pari se non maggiore ai nostri fini, che militano a favore di tale scelta.

Infatti tra le società di capitali, le sole alle quali il nostro ordinamento riconosce personalità giuridica, quella per azioni è senz'altro la più importante anche perché, per la tecnica di codificazione scelta dal legislatore del 1942, costituisce il modello base da cui, per differenziazioni successive, derivare le altre.

È inoltre quella che più si presta ad essere al centro delle problematiche relative al governo societario, proprio per l'attitudine dei documenti rappresentativi di quote di investimento in essa, le azioni, ad assumere la valenza di puri valori mobiliari; una volta emessi, essi si atteggiano quasi a beni merce, 7 atti a circolare tra il pubblico, l'investimento nei quali spesso prescinde da qualsiasi interesse nell'attività specifica dell'emittente per risolversi in una scelta esclusivamente finanziaria. Ciò da un lato favorisce l'emergere all'interno della compagine sociale di gruppi di azionisti spinti da obiettivi diversi,8 da ricondurre ad unità previa individuazione di un minimo comune denominatore (che nella dottrina italiana è

1998, ora in AA.VV., La riforma delle società quotate, Milano, Giuffrè, 1998, p. 354).

7. Le azioni sarebbero "beni di secondo grado", secondo l'efficace definizione di Ascarelli, poiché si identificano per relationem in riferimento all'organizzazione societaria cui con essi si partecipa (cin C. Angelici, "La circolazione della partecipazione azionaria", in G. E. Colombo e G. B. Portale, a cura di, Trattato delle società per azioni, Torino, Utet, 1993).

8. P. G. Jaeger, Gli azionisti: spunti per una discussione, "Giurisprudenza Commerciale", vol. 1, 1993, p. 23.

stato da tempo individuato nell'interesse sociale); dall'altro obbliga a introdurre nella disciplina profili pubblicistici giustificati dal rilievo costituzionale di beni giuridici quali il pubblico risparmio e la stabilità monetaria, oltre che la libertà di iniziativa economica. Tale ultima osservazione peraltro spiega l'impercorribilità nel nostro ordinamento di orientamenti esclusivamente volti a tutelare l'autonomia dei privati in materia.

Infine quello della società per azioni è il modello legale maggiormente articolato, fatto che, pur consentendogli una straordinaria duttilità, lo rende estremamente sensibile ad eventuali variazioni nella ripartizione dei compiti tra i suoi organi. Questo è il punto più delicato della materia: il bilanciamento di poteri tra i partecipanti non solo influenza la distribuzione del valore creato dall'impresa sociale, ma direttamente il livello di tale valore. ¹⁰ In questo senso può dirsi che la riforma della corporate governance non è un gioco a somma zero. ¹¹

9. Per una efficace sintesi sul tema si veda D. Preite, "Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni", in G. E. Colombo e G. B. Portale, a cura di, Trattato delle società per azioni, cit.; si veda invece P. G. Jaeger, L'interesse sociale, Milano, Giuffrè, 1963, per una trattazione completa delle contrapposte teorie istituzionalista e contrattualista; quest'ultima, ormai da tempo egemone in dottrina, è stata di recente accolta dalla giurisprudenza (vedi infra, nota 20).

10. È stato efficacemente osservato che, per una data dotazione di imprenditorialità, "il benessere di una società dipende in modo decisivo dal modo in cui tali capacità accedono al controllo del sistema produttivo e dalla flessibilità con cui tale controllo si rialloca al modificarsi delle capacità" (F. Barca, Imprese in cerca di padrone, Roma-Bari, Laterza,

1994, p. 6).

11. Quello di gioco a somma zero (o più in generale, a somma costante) è un concetto di teoria dei giochi, la branca delle scienze sociali che studia le scelte di soggetti razionali in un contesto strategico, ove cioè le conseguenze di un'azione per un soggetto dipendano non solo dalle sue azioni, ma anche da quelle altrui. Gioco indica qui un generico contesto di scelta strategico: esso è caratterizzato da a) i giocatori, b) le strategie e c) i payoffs, ovvero le ricompense (positive o negative) che ciascun giocatore riceve dall'interazione. Un gioco è detto a somma cos-

Va precisato che pur cercando di mantenere la trattazione il più possibile generale, inevitabilmente molti degli assunti posti e delle conclusioni raggiunte avranno ad oggetto società le cui azioni siano negoziate in mercati ufficiali, il controllo delle quali sia di conseguenza contendibile. Elemento che, seppure bisognoso di aggiustamenti se riferito alla situazione italiana, costituisce una componente imprescindibile della natura stessa della società per azioni e, comunque, un necessario banco di prova dei risultati raggiunti. 12

La società per azioni: spunti per un'analisi economica

La società per azioni è uno strumento organizzativo che il diritto pone al servizio dell'autonomia dei privati per la gestione impersonale dell'impresa commerciale. ¹³ Grazie a tale strumento più investitori mettono in comune le risorse necessarie, delegando ad un organo apposito il potere di

tante quando in ogni situazione è costante la somma dei payoffs dei giocatori: in tali circostanze la perfetta correlazione inversa dei payoffs rende il conflitto tra i giocatori totale e ineluttabile, e non lascia spazio alcuno per la cooperazione. Cfr. per ulteriori approfondimenti, sia pure accessibili al giurista, "Elementi di teoria dei giochi non cooperativi", in appendice a M. Grillo e E Stiva, Impresa, concorrenza e organizzazione, Roma, Nuova Italia Scientifica, 1994. Affermare che la riforma della corporate governance non è un gioco a somma zero significa quindi individuare il fondamento razionale per una cooperazione tra i soggetti in essa coinvolti, indicando al tempo stesso una fruttuosa prospettiva per il legislatore.

12. La contendibilità del controllo, in altri termini, più che costituire un traguardo desiderato, dovrebbe far parte del codice genetico della società per azioni, costituendo il risvolto e la giustificazione della libera circolazione delle partecipazioni. Naturalmente ciò non pregiudica la discussione circa i modi in cui

realizzare tale contendibilità.

13. Osservano giustamente Easterbrook e Fischel che le società per azioni altro non sono se non un sottoinsieme delle imprese (F. H. Easterbrook e D. R. Fischel, *L'economia delle società per azioni. Un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996, p. 16). Ciò spiega perché, quando ci riferiremo all'aspetto operativo della società per azioni, parleremo spesso di impresa tout-court.

gestirle discrezionalmente entro i limiti definiti dall'oggetto sociale nell'interesse dell'impresa comune. A fronte del conferimento iniziale stanno il diritto a prelevare gli utili residui della gestione, ¹⁴ nonché la possibilità di concorrere all'esercizio del "controllo", la cui prerogativa principale si riduce, in effetti, al diritto di voto in assemblea, organo dalle competenze delimitate per legge e per statuto. Il rischio dell'investimento è limitato per ciascun socio al capitale da esso sottoscritto alla costituzione o pagato per l'acquisto delle azioni.

Quanto detto finora può essere efficacemente sintetizzato con il concetto di personalità giuridica, intorno al quale è possibile ricostruire la pluralità di rapporti che prendono vita con la costituzione della società. ¹⁵ Infatti è nei confronti della persona giuridica quale centro di imputazione di tutti i rapporti inerenti la società che i titolari di posizioni giuridiche soggettive ad essa relative ¹⁶ fanno valere i loro diritti o hanno obblighi: la configurazione in capo all'ente società della personalità giuridica dunque trasforma una massa di rapporti multilaterali

14. Questa osservazione necessita di una precisazione: il diritto a prelevare gli utili residui può dirsi sussistente se prendiamo in considerazione la vita della società dalla costituzione allo scioglimento. Se consideriamo periodi di tempo più limitati, il diritto non può che avere ad oggetto i dividendi, se e in quanto deliberati dagli organi societari competenti e previo l'accertamento dei presupposti di legge.

15. Sulla ricostruzione della società per azioni come una "connessione di contratti" o un insieme di accordi espliciti ed impliciti, particolarmente diffusa nella dottrina anglosassone (dalla quale tuttavia non mancano prese di distanza), si veda per tutti O. Williamson, "Corporate Governance", Yale Law Journal, vol. 93, 1984, p. 1.197, che correttamente fa risalire questa impostazione a Coase (sul quale vedi infra).

16. Da tempo la dottrina anglosassone riunisce tali soggetti nella categoria degli stakeholders, che, secondo la definizione riportata da L. Sacconi, sarebbero quegli individui o quei gruppi i cui interessi e le cui pretese sono "posta in gioco" nella gestione dell'impresa, per cui tale concetto costituirebbe una generalizzazione di quello di stockholder, o azionista (L. Sacconi, Etica degli affari, Milano, II Saggiatore, 1991, pp. 150 ss.).

in un minore numero di rapporti bilaterali, così operando una drastica semplificazione che è sia quantitativa che qualitativa.

Sotto il primo aspetto (della semplificazione quantitativa) la razionalizzazione è ovvia; si pensi alla posizione "sostanziale" di un socio. Egli ha conferito una somma, affinché essa sia investita in un'attività complessa e rischiosa, al fine di partecipare alla divisione dei suoi frutti. Egli avrà perciò interesse a che anche gli altri soci versino il capitale da essi sottoscritto, che gli amministratori lo amministrino oculatamente, che i dipendenti svolgano le loro mansioni con diligenza. Tuttavia, a fronte della molteplicità di tali aspettative sostanziali, il socio vanta diritti e obblighi solo nei confronti della società.

Il secondo profilo (quello della semplificazione qualitativa) poi è immediata conseguenza del primo; infatti a parità di posizioni sostanziali da regolamentare, è più semplice farlo quando esse siano riferite in capo a due soli soggetti, piuttosto che disperse tra una pluralità di essi.

Non è tuttavia da pensare che i sottostanti rapporti sostanziali scompaiano per effetto di tale costruzione giuridica; secondo un autore, al contrario, deve escludersi che la personalità giuridica della società per azioni sia elemento idoneo di per sé ad escludere l'imputabilità delle norme ad essa relative anche ai soci, oltre che alla società. Non a caso vi è chi ha ricostruito la struttura societaria come una "rete di con-

^{17.} Cfr. D. Preite, "Abuso di maggioranza e conflitto di interesse del socio nelle S.p.A.", cit., p. 83: "È nota la teoria che qualifica la nozione di personalità giuridica come un'espressione linguistica per indicare sinteticamente una particolare serie di effetti giuridici in capo a persone fisiche e conseguenti ad atti o fatti concernenti queste ultime. La personalità giuridica è quindi un meccanismo per applicare alle persone fisiche un diritto speciale rispetto a quello che sarebbe loro applicabile se esse non entrassero in quei particolari rapporti giuridici intersoggettivi che consentono la costituzione della persona giuridica. (...) La qualificazione della s.p.a. come persona giuridica non esclude di per sé la rilevanza di rapporti intersoggettivi tra i soci".

tratti", 18 proprio a sottolineare che, nonostante la semplificazione formale permessa dallo schermo societario, in realtà tutti gli stakeholders restano titolari di reciproche situazioni giuridiche sostanziali. Tali posizioni continuano ad essere il sostrato intorno al quale costruire la funzione, la causa del rapporto di società. Quest'ultima osservazione, per quanto intuitiva possa sembrare, presuppone in realtà la risoluzione di una questione a lungo dibattuta in dottrina ed essenziale per una ricostruzione critica del fenomeno societario, quella della contrapposizione tra visione contrattualista e visione istituzionalista dello stesso. 19 da tempo pacificamente risolta a favore della prima. Funzione ultima di ogni tipo societario sarebbe, dunque, la realizzazione dell'interesse sociale inteso come "interesse comune dei soci". 20 La risoluzione di tale controversia nel senso ora enunciato, oltre a portare con sé evidenti risvolti praticoesegetici, ha indubbia valenza programmatica in un'ottica di politica del diritto.

Da un lato infatti è chiaro che venuta ad esistenza la società, è la sovrastruttura giuridica che acquista rilevanza esterna, permettendo l'ordinamento solo in rari e tassativi casi, peraltro di prevalente costruzione dottrinale e giurisprudenziale, di oltrepassare la barriera societaria per guardare alle relazioni giuridiche sostanziali tra i soci. ²¹ D'altra parte non si può negare che

18. Supra, nota 15.

19. P. G. Jaeger, L'interesse sociale, cit.

20. Da ultima anche la Corte di Cassazione, con la sentenza n. 11151/1995 ha fatto propria tale impostazione (in "Giurisprudenza Commerciale", 1996, vol. 2, p. 329, con note di P. G. Jaeger, C. Angelici, A. Gambino e R. Costi). Si noti che la Corte Costituzionale, al contrario, già da tempo era su queste posizioni (vedi per ultima la sentenza 35/92). Peraltro pure il legislatore aveva indicato tale strada, modificando, con l'art. 1 del decreto legislativo 3 marzo 1993, n. 88. la rubrica dell'art. 2.247 del codice civile da "Nozione" a "Contratto di società", con ciò eliminando le remore degli interpreti più dubbiosi.

21. È la teoria creata dalla giurisprudenza statunitense, nota come "piercing the corporate veil"; si veda per tutte la sentenza Bartles vs. H. O. Coosia i tribunali sia il legislatore, nelle rispettive sedi di competenza, non possano prescindere, nell'individuare gli interessi di volta in volta meritevoli di tutela, da una valutazione sostanziale dei fini ultimi alla cui realizzazione l'istituto è rivolto.

Un altro punto su cui dobbiamo soffermare la nostra attenzione è la natura esclusivamente patrimoniale dell'insieme di interessi che trovano svolgimento e componimento nella disciplina societaria: così l'entità del conferimento assurge a misura di tutti i rapporti giuridici cui la qualità personale di socio dà origine, dal diritto agli utili al diritto di partecipazione alla vita sociale. È la "funzione organizzativa" del capitale, per cui profitto e potere sono funzioni dirette del rischio.²²

La natura patrimoniale di tali interessi permette la loro incorporazione in appositi valori mobiliari, i titoli azionari, che agevolano la raccolta di capitali tra i risparmiatori. La flessibilità di tale strumento permette di realizzare la concentrazione della disponibilità di ingenti capitali di eterogenea provenienza in capo ad un solo centro decisionale. La composizione di interessi che si riferiscono ad una pluralità di soggetti distinti sarà a base di molte delle problematiche che tratteremo. Molte di queste afferiscono alle difficoltà che insorgono nell'aggregare scelte diverse. Nella teoria economica vi è invero chi ha teorizzato l'impossibilità di una scelta sociale efficiente, per tale intendendosi una scelta democratica tra più alternative che realizzi un'allocazione efficiente delle risorse.²³ Tale problema è solo apparentemente risolto dal

perative, Corte d'Appello di New York, 1955, ripresa poi dai giuristi continentali (merita perlomeno una citazione W. Bigiavi, *L'imprenditore occulto*, Padova, Cedam, 1954).

22. P. Spada, "Dalla nozione al tipo della società per azioni", Rivista di diritto civile, vol. 1, 1985, pp. 109 ss.

23. È il noto "teorema dell'impossibilità" di K. Arrow (lo si legga, tra gli altri, in A. Petretto, Mercato, organizzazione industriale e intervento pubblico, Bologna, II Mulino, 1993, pp. 49-50).

principio maggioritario: esso, controintuitivamente, non ha alcuna giustificazione logica, ma è semplicemente una scelta dettata dall'opportunità, che come tale privilegia alcune istanze a scapito di altre. Tra le ragioni che ne hanno fatto un pilastro dell'architettura societaria va annoverata la sua sintonia con il clima culturale proprio dell'epoca in cui l'istituto ha assunto la configurazione attuale e sul quale ci soffermeremo tra un momento.

Ragioni storiche dell'attuale equilibrio

La nascita della moderna società per azioni giunge al culmine di un'elaborazione durata secoli, dai contorni estremamente sfumati, alla quale hanno contribuito in modo diretto o indiretto un elevato numero di fattori giuridici, economici, sociali. Essa è il frutto del lento fluire delle esperienze umane, quali si sono accumulate nel corso di epoche anche remote, e tra gli storici del diritto esistono sostanziali divergenze nello stabilire con certezza le tappe di questa evoluzione.

In questa sede tuttavia non interessa tracciare una compiuta genealogia dell'istituto, quanto individuare il momento storico in cui esso assume la sua configurazione attuale, per contestualizzarne l'essenza giuridico-economica originaria al di là del mero dato normativo. Ciò che rileva ai fini della nostra analisi è individuare le correnti culturali e le opzioni ideologiche che sono sottese alla sua elaborazione, il perché esse siano state privilegiate rispetto ad altre e che influenza ancora esercitino.

Date queste premesse possiamo affermare che la società per azioni, quale noi la conosciamo oggi, nasce nel corso dell'Ottocento e porta in sé tangibili elementi di tale epoca. È l'epoca del consolidarsi della borghesia come classe dominante, che inizia

a plasmare le istituzioni di governo politico ed economico della società.

È il periodo in cui si diffonde progressivamente il diritto di voto, nascono o acquistano maggiore incisività le assemblee parlamentari, si affievoliscono privilegi basati sulla divisione in classi e se ne rafforzano altri basati sul censo. ²⁵ Inizia in questo periodo quella spinta egualitarista che si concretizzerà nelle teorizzazioni della democrazia economica del nostro secolo.

L'affermarsi della società per azioni riflette le esigenze degli assetti sociali esistenti. Essa poggia solidamente su quell'ideologia democratica e ugualitaria tipicamente borghese che informa di sé la cultura politica dell'epoca. Ha quale organo centrale l'assemblea dei soci, che delibera a maggioranza sugli aspetti più rilevanti della gestione societaria, in chiaro parallelo con quei parlamenti dove i rappresentanti della classe borghese o "capitalista" esprimono l'indirizzo politico generale della nazione.²⁶ La società per azioni come ideologia della borghesia poggia quindi le sue basi sul binomio libertà-proprietà, lo stesso che si ritrova a base delle dottrine liberali che si diffondono in quell'epoca. È naturale per lo Stato farsi garante di questi diritti naturali assicurandone il godimento e lo sviluppo, per assecondare le energie imprenditoriali che si rivelano motore inarrestabile di progresso.

Proprio in tale ottica si assiste nello stesso periodo al passaggio della concezione di personalità giuridica da conces-

^{24.} Sull'equivoco circa la presunta appartenenza alla sfera metagiuridica del principio maggioritario cfr. anche P. G. Jaeger, *Gli azionisti*, cit.

^{25.} Sia consentito al riguardo ricordare l'amaro commento del Principe di Salina, che sintetizza magistralmente lo smarrimento della classe aristocratica di fronte all'ascesa della borghesia sul finire del secolo scorso: "Noi fummo i Gattopardi, i Leoni; quelli che ci sostituiranno saranno gli sciacalletti, le iene". G. Tomasi di Lampedusa, II Gattopardo, Milano, Mondadori, 1969.

^{26.} Per il parallelo tra società per azioni e regime parlamentare e il suo sostanziale radicamento nella cultura ottocentesca, si veda per tutti G. Cottino, voce "società per azioni", in *Novissimo Digesto Italiano*, Torino, Utet, 1970.

sione sovrana a diritto dei cittadini²⁷ (e abbiamo visto che la personalità giuridica è il nucleo del funzionamento della società per azioni).

Tra tutte queste considerazioni è importante sottolineare il rilievo che il diritto di proprietà assume in tutta la costruzione. Esso è presupposto per l'ammissione nella compagine sociale e al tempo stesso il bene da tutelare e anzi accrescere: giustamente vi è in dottrina chi ha osservato che nella sua concezione originaria la società per azioni è essenzialmente un contratto tra proprietari. ²⁸ Cerchiamo di capire che cosa questo significhi ed entro che limiti sia vero.

È innegabile che ciò che risalta nella costruzione iniziale è la fiducia riposta nel principio democratico, nella sovranità dell'assemblea. Tuttavia non si deve cadere nell'errore di traslare tali concetti nella realtà odierna ed interpretarli alla luce della nostra sensibilità. Essi vanno al contrario inquadrati nel contesto di fine Ottocento, alla luce dell'ideologia dell'epoca. Il censo è la chiave d'accesso alle istituzioni della politica, presupposto del godimento dei diritti civici, quasi base di una presunzione legale di "capacità" politica, per mutuare il linguaggio del diritto privato. Questa dottrina costituisce il trionfo dell'ideologia bor-

27. P. Spada, Dalla nozione al tipo, cit., riprende la periodizzazione classica della stona della società per azioni divenuta ormai di uso comune che, con terminologia tedesca, individua le fasi note come Octroisystem (sistema del privilegio), Koncessionsystem (sistema della concessione governativa) e Normativbestimmungsystem (sistema delle condizioni normative di costituzione).

28. D. Preite, "Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni", Rivista delle società, 1993, pp. 492 ss., ove peraltro rimprovera al legislatore del 1942 questa impostazione troppo statica, di aver creato cioè una disciplina "cui risulta estranea una visione dell'impresa sociale come strumento per una efficiente raccolta di capitale ed una sua ottimale allocazione in investimenti produttivi". Cfr. anche N. Irti, Codice civile e società politica, Roma-Bari, Laterza, 1995, per cui il limite del codice del 1942 non sta tanto nell'ideologia fascista (vedi infra, nota 32), quanto nel fatto che esso "ignora i moderni problemi dell'economia di mercato", p. 44.

ghese. La società per azioni, specchio di questa innegabile realtà, è lo strumento principe dell'ascesa di una, classe, della sua capacità di mobilizzare e mettere a frutto risorse che essa trae dal suo interno.

Nella fase iniziale fanno capo alla stessa persona la funzione di capitalista e quella di imprenditore, e la ragione è ovvia: il detentore del capitale è spesso colui che lo ha accumulato grazie alla sua capacità imprenditoriale. Il diritto sancisce e certifica tale stato di fatto, a sua volta permettendone la perpetuazione.

Già alcuni decenni dopo tale assetto mostra la sua inadeguatezza a garantire un efficace dispiegarsi delle dinamiche societarie. Spesso coloro che subentrano ai fondatori delle grandi imprese mancano delle doti necessario a gestirle e contemporaneamente si afferma la figura del manager professionale. Nel 1933 Berle e Means²⁹ nella loro pionieristica opera indicano nella separazione tra proprietà e controllo la tematica da approfondire per evitare abusi a danno degli azionisti-capitalisti. Nel 1937 Coase³⁰ getta le basi per un'indagine sull'impresa che evidenzia il ruolo dell'informazione come risorsa strategica nella lotta per il controllo, e in ultima analisi per lo sfruttamento della ricchezza societaria.

Il legislatore statunitense da parte sua ha già fatto proprie queste teorie con il Securities Act del 1933 e il Securities Exchange Act del 1934. La crisi economica del 1929 da un lato, ma anche l'avvenuto sopravvento dei mercati finanziari nel valutare e determinare le performance societarie sono oltreoceano un dato di fatto che richiede una puntuale regolamentazione. Nello stesso periodo in Italia viene varato il nuovo codice civile che unifica i due sistemi, fino ad allora autonomi, del diritto ci-

^{29.} A. Berle e G. Means, Società per azioni e proprietà privata, Torino, Giuffrè, 1966.

^{30.} R. Coase, "La natura dell'impresa", in M. Grillo, a cura di, *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, II Mulino, 1995.

vile e del diritto commerciale.³¹ È sintomatico il diverso orientamento che muove due operazioni di politica del diritto pur così ravvicinate nel tempo: mentre oltreoceano si gettano le basi per un efficiente funzionamento dei mercati finanziari, in Italia ci si attarda (e ci si limita) a rimuovere le vestigia di una concezione del diritto premoderna.

D'altra parte, l'ideologia corporativa che rappresenta la dottrina economica del fascismo maturo (che pure non influenzerà più di tanto gli istituti fondamentali del diritto societario³²), pone delle remore ad un'organizzazione del diritto e dell'economia che assecondi senza mezzi termini gli "spiriti animali" del capitalismo.

Nel dopoguerra quindi, se le esigenze di defascistizzazione del diritto non sono pressanti, altre opzioni politiche tuttavia pesano sulle scelte in materia, compiute prima in sede costituente e poi dal legislatore ordinario: il peso delle forze politiche che si rifanno a ideologie opposte a quella dell'economia di mercato, se non è tale da imporre soluzioni estreme, riesce comunque a condizionare il dibattito in corso e, cosa più importante, introduce un pericoloso equivoco che determinerà una situazione di stallo che si protrarrà per decenni. Se cioè "l'intervento pubblico significhi semplicemente intervento del legislatore per fornire al capitalismo adeguati strumenti e garanzie di evoluzione, ovvero se il ruolo del pubblico debba assumere la forma del dirigismo. della nazionalizzazione, di un controllo comunque sul merito della gestione dell'impresa, che pure l'equivoco articolo 41 della Costituzione legittima".33

31. C. Pasteris, voce "diritto commerciale", in G. Cottino, Novissimo Digesto Italiano, cit.

33. Ivi, p. 468.

È comprensibile quindi che da parte degli ambienti imprenditoriali vengano sottili resistenze a scelte legislative che pure sono coessenziali allo sviluppo di moderni mercati finanziari, che a loro volta svolgono una funzione insostituibile in una moderna economia di mercato (nella stessa ottica, detto per inciso, è da inquadrare il ritardo con cui il nostro paese si dota di una disciplina generale di tutela della concorrenza, varata solo nel 1990).

La cosiddetta mini-riforma delle società del 1974 è quindi il frutto di tale scenario, e non sorprende che così sia stata etichettata. Passa il "programma minimo", l'intervento del legislatore è parziale e non organico. Tuttavia è un primo, importante punto di riferimento per una riflessione sull'argomento, perché contiene in sé tutti gli elementi che saranno poi sviluppati in successivi interventi legislativi nonché dalla dottrina (anche se talvolta criticamente).

Non è questa la sede per ripercorrere le vicende legate alla nascita e all'evoluzione della Consob. Si ricorderà solo che essa contribuisce a realizzare il principio stabilito dall'art. 47, 1º comma della Costituzione e che la ratio che la ispira è la tutela delle forme di investimento impersonali, che cioè "non comportino in diritto e non favoriscano in fatto né una partecipazione alla gestione né margini di controllo validi per chi si faccia investitore", per cui si accetti di investire in un'attività gestita da un terzo.³⁴

L'istituzione della Consob segna la tappa ad oggi più importante dell'evoluzione della disciplina, che da allora ha conosciuto un sempre più penetrante controllo "pubblico" dei soggetti che operano sul mercato mobiliare. La pervasività di tale modalità di controllo, che si è estesa col passare degli anni, ha indotto alcuni autori a parlare di passaggio dal diritto societario

^{32.} Cfr. P. Marchetti, per il quale "le norme che il codice del 1942 dedica alle società per azioni non presentano evidenti e diffuse impronte del regime. Non si pone quindi (nel dopoguerra) un'immediata esigenza di defascistizzazione della disciplina della società per azioni" ("Diritto societario e disciplina della concorrenza", in F. Barca, a cura di, Storia del capitalismo italiano, Roma, Donzelli, 1997, p. 467).

^{34.} G. Minervini, "La Consob e la sollecitazione del pubblico risparmio", *Rivista di diritto civile*, vol. 1, 1989, pp. 297 ss.

al diritto del mercato mobiliare;³⁵ inoltre da questo settore il modello delle "autorità indipendenti" si è imposto in altre aree.³⁶

Ciò che è interessante notare in questa breve panoramica è come al culmine dell'evoluzione ora descritta riacquisti centralità il controllo dell'autorità sulle grandi società per azioni, ieri dettato dall'ideologia eticizzante che legava la responsabilità limitata alla discrezionalità dell'autorità (tutela dei creditori), oggi dettato dall'ideologia liberista che tuttavia riconosce i fallimenti del mercato e cerca di porvi rimedio (tutela dell'investitore).

Una premessa di metodo e un angolo visuale

La scelta per l'ottica "contrattualista" delle fondazioni del diritto societario

35. Per tutti si veda A. Mignoli, "La società per azioni oggi. Problemi e conflitti", in *Rivista delle Società*, vol. 1, 1990, pp. 1 ss.

36. Sulla "primogenitura" concettuale, oltreché temporale, della Consob rispetto ad altre authorities analoghe, cfr. E. Patroni Griffi, "Tipi di autorità indipendenti", in S. Cassese e C. Franchini, a cura di, I garanti delle regole, Bologna, II Mulino, 1996.

37. Più precisamente quello proposto è un modello di "contrattualismo reale", basato com'è sulle preferenze degli agenti come effettivamente manifestate dagli stessi. Come giustamente mi ha fatto notare Sebastiano Maffettone esiste, accanto a questo, un diverso paradigma ricostruttivo applicabile al caso in esame, noto come "contrattualismo ideale", più attento alle esigenze di giustificazione morale di un ordine istituzionale in quanto capace di andare oltre le preferenze "effettuali" degli individui. Questo secondo paradigma si basa su un consenso razionale o ipotetico, manifestato dai consociati, dietro un "velo d'ignoranza" per usare la celebre espressione di Rawls circa le reali posizioni individuali in seno alla società. Si tratta, com'è intuibile, di un orizzonte più ricco circa le fonti di legittimazione dell'ordine sociale, che non si ferma alle preferenze individuali, ma si spinge fino alle loro motivazioni etiche profonde. Il lato critico di tale modello consiste nel pericolo di sfociare in autoritarismo: "un mondo normativo, partorito dalla testa del teorico, rischia di diventare la fonte di violazioni della libertà individuale". La risposta a questo rischio consiste nel saper porre con efficacia la questione del pluralismo, visto come "risposta fondazionale al pericolo di autoritarismo" (S. Maffettone, Liberalismo realistico o critico?,

sopra enunciata porta con sé importanti conseguenze che sono al tempo stesso di metodo e di contenuto. Esse necessitano di qualche ulteriore chiarimento.

Sia dal punto di vista metodologico (degli "strumenti" con cui condurre l'analisi) che da quello dei contenuti, ricondurre l'essenza del fenomeno societario nella sfera della scelta individuale significa porre al centro dell'analisi il singolo azionista o addirittura il singolo investitore in quanto potenziale azionista.

Ne consegue che le singole norme, così come l'intero ordinamento, vanno scomposte in rapporti elementari, che abbiano quale termine di riferimento l'individuo; il fatto che alcune recenti ricerche in tema di gruppi "piramidali" non abbiano potuto ricondurre il controllo a individui determinati paradossalmente conferma l'importanza di tale ottica di analisi.³⁸

Sotto un altro aspetto questo inquadramento si rivela fruttuoso, poiché permette di introdurre nel discorso i contributi più innovativi elaborati in tema di teoria dell'impresa, quelli che, sostituendo l'inadeguato e meccanicistico approccio tradizionale della teoria economica neoclassica, 39 hanno posto m primo piano il concetto di costo di transazione.

"Critica liberale", maggio 1995, da cui sono tratte le espressioni virgolettate). Far confluire la dottrina filosofica del contrattualismo ideale nell'elaborazione giuridica di sistemi normativi pluralistici costituisce allora necessario banco di prova per ogni tentativo di istituzionalizzazione di un'etica aperta. Per quanto attiene più strettamente il nostro tema, accogliere una visione di contrattualismo ideale significa affermare che esiste un presupposto metagiuridico in cui il rispetto dei diritti degli stakeholders sussiste per ragioni etiche. Paradossalmente esisterebbe anche contro gli interessati stessi. Ciò d'altra parte implica qualche problema con la teoria economica del diritto, cui si è fatto largo ricorso, poiché quest'ultima non prevede un piano critico-ideale.

38. F. Barca et al., Assetti proprietari e mercato delle imprese. Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane, Bologna, II Mulino, 1994.

39. Secondo la teoria neoclassica (che ha trovato sistemazione analitica nel modello di equilibrio

Nell'intuizione di ciascuno di noi le imprese sono tra i principali protagonisti del mercato. In quest'ottica tali entità si pongono su piani diversi: l'impresa è protagonista della vita economica, il mercato è l'ambiente dove essa interagisce con gli altri soggetti. Si deve al lavoro pionieristico di Coase⁴⁰ se tale paradigma è stato incrinato, permettendo di inquadrare impresa e mercato come i due estremi di un continuum, proprio grazie all'intuizione accennata, che in ultima analisi permette di spiegare perché in una data economia tutte le operazioni economiche non siano svolte all'interno di un'unica grande impresa, o perché al contrario ciascun lavoratore non faccia impresa a sé, affidando le interazioni con gli altri agenti economici esclusivamente al mercato. In sintesi, il concetto di costo di transazione, introdotto da Coase per spiegare i "limiti dell'impresa" (per spiegare cioè il perché di una data configurazione degli assetti proprietari), facendo luce su tali aspetti, consente di portare in superficie il fattore critico cui ogni ordinamento deve rispondere, quello del ruolo dell'autorità del comando

Il funzionamento del mercato ha un costo; creando un'organizzazione e permettendo a una certa autorità (un "imprenditore") di allocare le risorse, vengono risparmiati i costi del mercato.⁴¹

La teoria dei diritti proprietari propone perciò un'interpretazione del ruolo che

economico generale di Arrow-Debreu) tutti i mercati — dei prodotti, del capitale, del lavoro — sono in costante situazione di perfetto equilibrio. Eventuali shock esogeni (mutamenti del quadro politico, eventi naturali, guerre) non alterano tali equilibri, in quanto vengono istantaneamente assorbiti attraverso un sistema dei prezzi infinitamente flessibile, in grado di incorporare ogni variazione del sistema, in un contesto di perfetta informazione degli individui e assenza dei costi di transazione.

40. Che in realtà riscopre Marx, il quale distingueva i modi di organizzazione della produzione a seconda che fossero regolati attraverso l'autorità del comando o l'autorità della concorrenza (l'osservazione è di F. Barca, *Imprese*, cit., p. 31).

41. R. Coase, "La natura dell'impresa", cit., p.

l'allocazione del controllo può svolgere, nell'incentivare il contributo al processo produttivo del proprietario e nel disincentivare gli altri produttori:⁴² l'allocazione della proprietà è efficiente quando i benefici del primo effetto superano le conseguenze negative del secondo.

Lungi dal banalizzare il problema, queste ultime parole riassumono interamente il tema della corporate governance.

Specificazione dei "property rights" e uso di risorse scarse: un approfondimento

La teoria dei diritti di proprietà cui si è accennato nel paragrafo precedente si è sviluppata a partire dal secondo dopoguerra avendo come obiettivo il ripensamento della teoria marginalista. Questo filone della letteratura economica pone l'accento sull'esistenza di costi e benefici annessi ai beni e servizi alla cui produzione e scambio è rivolta l'attenzione degli studiosi; ne consegue che gli insiemi di diritti di proprietà sulle risorse detenute entrano direttamente nelle funzioni di utilità degli agenti economici e influenzano quindi il loro comportamento e, attraverso questo, l'allocazione

42. Più correttamente la contrapposizione deve leggersi, nel nostro caso, tra azionisti "controllanti" e non; veggasi in proposito il paragrafo *Cenni comparatistici* di questo stesso articolo per una chiarificazione del punto.

43. Per evitare ogni equivoco lessicale può essere utile riportare una definizione dei diritti di proprietà, data da un economista: "Nelle discussioni di ogni giorno parliamo di proprietà anziché di diritti di proprietà, ma quest'abbreviazione ci induce in errore poiché ci fa pensare alla proprietà come a una cosa invece che a dei diritti. (...) Quando possediamo un'auto, in realtà possediamo un insieme, definito dalla legge, di diritti ad utilizzarla in certi modi piuttosto che in altri. Ad esempio, non si può usare l'auto come un'arma o posteggiarla di fronte a una pompa antincendio. Fra i diritti più importanti posseduti vi è quello di impedire ad altri l'uso del veicolo, se non con il nostro permesso e alle nostre condizioni ed il diritto di disfarsi dei diritti di proprietà sul veicolo vendendolo a qualcun altro" (G. Brosio, Economia e finanza pubblica, Roma, Nuova Italia Scientifica, 1994, pp. 246-247).

delle risorse, la composizione della produzione, la distribuzione del reddito.

C'è in generale in questo approccio una maggiore attenzione all'ambiente istituzionale nel quale avvengono i fatti economici, ed una maggiore consapevolezza della logica del mercato, nel fatto che essa possa essere applicata fruttuosamente ad una gamma molto vasta di relazioni economiche, tradizionalmente sottratte alle forze della concorrenza solo a causa della incompleta specificazione dei diritti esistenti. 44

È intuitivo a questo punto affermare che una più completa specificazione dei diritti di proprietà individuali diminuisce l'incertezza e tende a promuovere una maggiore efficienza nell'uso delle risorse. ⁴⁵ Essi peraltro sono strumenti imprescindibili dell'azione sociale. Sono essi infatti che modellano le interazioni nei gruppi, nel senso che rendono possibile per gli agenti economici la formazione di aspettative sul reciproco comportamento. ⁴⁶

In particolare, un sistema di diritti di proprietà specifica la natura dei diritti posseduti dagli individui relativamente alla disponibilità delle risorse, all'appropriazione del reddito da esse generato e alla trasferibilità delle stesse ad altri individui. Dato altri mèmbri della collettività. Alterando il sistema dei diritti si modifica il sistema di benefici e costi di tutti coloro che prendono le decisioni di utilizzo delle risorse e si modificano dunque le scelte di allocazione delle risorse.

Una trattazione complessiva degli effetti sulla teoria economica ortodossa dell'inclusione dei property rights tuttavia ci porterebbe lontano dagli scopi del presente scritto. Ci limiteremo qui ad accennare ad alcuni fatti che si prestano alle riflessioni che svolgeremo in seguito, relativi

ciò, un insieme di diritti determina attraver-

so il sistema dei prezzi, effettivi o virtuali, il modo in cui vengono ripartiti benefici e

costi di una decisione di utilizzo di risorse

fra colui che prende questa decisione e gli

Se infatti la principale funzione allocativa dei property rights è legata all'internalizzazione delle esternalità, ⁴⁷ allora la loro insorgenza deve essere legata all'emergere di nuovi tipi di esternalità, positive o negative che siano. Queste derivano diret-

in particolare all'insorgere di nuovi insiemi

di diritti di proprietà o meglio all'emergere

della necessità che in determinate circos-

tanze si giunga a più complete specifica-

zioni di essi.

44. E. Furubotn e S. Pejovich, "Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature", Journal of Economic Literature, 1972, p. 1.157.

45. "In sostanza la scienza economica consiste nello studio dei diritti di proprietà su delle risorse scarse. (...) L'allocazione di una risorsa scarsa in una società consiste nell'assegnazione dei diritti sull'utilizzo di quella risorsa. (...) Il problema della scienza economica, ovvero di come i prezzi dovrebbero essere determinati, è il problema di come i diritti di proprietà debbano essere definiti e scambiati, e a quali condizioni", afferma A. Alchian, in E. Furubotn e S. Pejovich, cit., p. 1.139.

46. "II titolare di determinati diritti di proprietà 'possiede' il consenso da parte degli altri consociati a comportarsi in modi determinati. Così, un proprietario si aspetta che la comunità prevenga che terzi interferiscano con i suoi piani di azione, a patto che detti piani non siano proibiti nella specificazione dei suoi diritti" (H. Demsetz, "Towards a Theory of Property Rights", American Economic Review. Papers and Proceedings, 1967, p. 347).

47. Per la definizione del concetto veggasi R. Coase, in M. Grillo, a cura di, Impresa, mercato e diritto, cit., p. 65: "Un'esternalità viene spesso definita come l'effetto che ha la decisione di una persona su qualcuno che non prende parte a quella decisione. Così, se A compra qualcosa da B, la decisione di A influenza B, ma questo effetto non viene considerato una esternalità. Tuttavia se la transazione di A con B influenza C, D ed E, questi effetti sono chiamati 'esternalità'". L'esternalità può essere negativa (si pensi ad un impianto produttivo che emette fumi nocivi) o positiva (è il caso di un parco che accresce il valore delle proprietà circostanti). L'efficienza allocativa nasce dal fatto che se i soggetti che ne sono responsabili non ne sopportano i costi (non ne ricavano i benefici) ne produrranno una quantità subottimale (rispettivamente per eccesso o per difetto). "Internalizzare" l'esternalità significa allora indurre i soggetti responsabili a considerare i costi (godere i benefici) delle esternalità da essi prodotte. Ciò può avvenire in vari modi, sia attraverso il mercato che tramite l'intervento pubblico (ad esempio con tasse o sussidi).

tamente da variazioni nei fattori primi del mutamento economico, quali i gusti dei consumatori e le tecnologie disponibili.⁴⁸

Ecco dunque che la necessità di maggiori possibilità di internalizzazione (leggi di una più accurata definizione dei diritti di proprietà) è direttamente correlata, o meglio dipende da variazioni nelle grandezze economiche, variazioni che sono originate dallo sviluppo di nuove tecnologie e dall'apertura di nuovi mercati, variazioni per le quali le precedenti definizioni dei diritti non sono attrezzate. È un dato che nella storia economica dell'occidente simili aggiustamenti siano stati la risultante di un processo graduale, che come tale difficilmente è stato percepito in maniera conscia dai contemporanei, né tantomeno è stato in qualche modo volontariamente agevolato da interventi dell'autorità. Si pensi al processo di sottrazione delle terre comuni al loro uso tradizionale per destinarle all'agricoltura intensiva, protrattosi per diversi secoli nell'Europa moderna, reso necessario appunto dai progressi della tecnica agraria. Tale processo spontaneo tuttavia può essere insufficiente nel caso di discontinuità repentine come quelle rese possibili dalle scoperte scientifiche, e dai mutamenti tecnologici conseguenti, dell'ultimo secolo.

Quest'ultima osservazione ci consente di formulare una suggestiva ipotesi in merito all'intima natura del problema della corporate governance. L'evoluzione degli istituti societari, ricostruita per sommi capi nelle pagine precedenti, evidenzia quanto cammino sia stato compiuto dalle "anonime" del

48. "Innovazioni tecnologiche si riflettono in mutamenti nelle funzioni di produzione, nei valori di mercato e nelle preferenze. Nuove tecniche, nuovi processi di produzione e nuovi prodotti — tutto ciò provoca effetti benefici e dannosi, ai quali la società non è abituata. L'emergere di nuovi diritti di proprietà ha luogo in risposta ai desideri di soggetti che interagiscono tra loro per adeguarsi a nuove combinazioni di costi-benefici"; e ancora "I diritti di proprieta si sviluppano per internalizzare le esternalità quando i benefici derivanti dall'internalizzazione diventano più grandi del suo costo" (H. Demsetz, Towards a Theory of Property Rights, cit., p. 350).

secolo scorso alle *public companies* protagoniste dei mercati finanziari internazionali.⁴⁹

Non altrettanto può dirsi della legislazione in materia; prima che di tutela di questa o quella parte del rapporto societario, il tema della corporate governance è forse un problema di incompleta specificazione dei diritti di proprietà, di imperfetta definizione del fascio di diritti connaturato ad ogni partecipazione azionaria.

Non è quindi un problema di tutela di questo o di quel gruppo di azionisti: l'interesse della minoranza non è qualitativamente diverso e necessariamente contrapposto a quello della maggioranza. ⁵⁰ Più semplicemente, un'incompleta specificazione dei diritti di proprietà conduce ad equilibri subottimali; la validità delle norme in materia, dopo aver delimitato l'ambito di preminente interesse pubblico destinato ad essere oggetto di disciplina imperativa, dovrà essere testata su questo terreno.

Intervento del legislatore e autonomia dei privati

Fondare la propria analisi, come è stato fatto sinora, sugli aspetti elementari dei rapporti tra privati, privilegiandone quindi l'autonomia, non significa disconoscere che essa può incontrare limiti che devono dar luogo a interventi imperativi del legislatore.⁵¹

Significa tuttavia compiere una radicale inversione di prospettiva quando si

- 49. Se si accetta la logica sin qui delineata, tale evoluzione ha portato all'emersione di forme organizzative cui corrispondono altrettante "innovazioni tecnologiche" nella configurazione del controllo societario.
- P. Marchetti, "Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari", Rivista delle Società, 1998, p. 141.
- 51. Anche un acceso sostenitore della tesi contrattualista afferma: "lo credo che la prospettiva contrattualista fornisca un'illuminante cornice di analisi, ma credo altresì che la legge debba avere un ruolo sostanzialmente imperativo" (L. A. Bebchuck, "The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law", Columbia Law Review, vol. 89, 1989, p. 1.395).

consideri il contesto italiano. Come si è autorevolmente osservato in merito al dibattito di *corporate governance* in atto nel nostro paese, ed in particolare in relazione alle misure adottate dal legislatore (il riferimento è al decreto legislativo 58/1998, cosiddetto decreto Draghi, allora in fase di elaborazione):

"Uno degli aspetti più caratteristici (in senso negativo) dell'ordinamento societario italiano, come interpretato e definito dalla giurisprudenza anche recente, è quello della sua rigidità, conseguente all'identificazione in molte disposizioni di legge di norme sottratte all'autonomia privata, e generalmente ritenute dai giudici imperative e inderogabili.

"Tale prospettiva, di ispirazione ideologica istituzionalista, ha costituito l'unico apodittico fondamento di numerose decisioni, riguardanti problemi assolutamente non omogenei. Ne è derivato un fenomeno di appiattimento delle soluzioni, in nome di concetti dogmatici di presunta portata universale. (...)

"Tutto ciò mentre negli Stati Uniti si sviluppavano dottrine, in applicazione del metodo del Law and Economics, che qualificano i rapporti relativi alla costituzione e all'attività delle Corporations come relazioni contrattuali.

"La discussione sulla Corporate Governance si colloca nell'ambito di questa, ben più articolata, analisi. Tendenzialmente essa capovolge il rapporto tra norme imperative e dispositive nel quadro delle strutture societarie, nel senso che le prime costituiscono l'eccezione e le seconde la regola." 52

Ne è da pensare che privilegiare gli aspetti contrattuali porti inevitabilmente ad esiti segnati: se da un lato infatti è noto che la stessa teoria economica non assegna a

52. P. G. Jaeger e P. Marchetti, Corporate Governance: relazione al comitato scientifico di Confindustria del 22 luglio 1997, "Giurisprudenza Commerciale", vol. 1, 1997, pp. 629-630, corsivi degli autori.

priori a questo o a quel modello di *gover*nance un primato in termini di efficienza, è chiaro che un intervento legislativo che mostri di compiere scelte di campo contraddirebbe tale assunto.⁵³

Al contrario una scelta matura deve, tenendo conto dei vincoli sopra delineati, creare un insieme di regole del gioco che consentano l'emersione del modello di corporate governance che alla prova dei fatti si dimostri in grado di produrre maggior ricchezza.

Gli strumenti emersi nel corso della nostra trattazione possono in ultima analisi ricondursi alle tre categorie dell'autorità della legge, della fiducia, dei contratti.

Nel contesto italiano, come abbiamo visto, un diritto di prevalente creazione giurisprudenziale, sommandosi a innegabili circostanze di fatto, ha compresso le forze dell'autonomia contrattuale entro angusti limiti; a tale situazione hanno in parte supplito meccanismi basati su relazioni di fiducia.

Il dibattito in corso ha giustamente individuato il punto critico della disciplina in un riequilibrio dei ruoli tra le tre modalità di governo sopra citate che vada nella direzione di una maggiore valorizzazione del ruolo dei singoli partecipanti alla vita societaria, attraverso la creazione di una cornice normativa che favorisca un maggiore

53. Non è superfluo notare che una situazione di insufficiente definizione dei diritti di proprietà presenta evidenti analogie con quello che i padri della filosofia politica moderna definiscono "stato di natura", in cui vige la legge del più forte; la peculiare configurazione della regola di membership nelle società basata su una almeno teorica stretta proporzionalità tra conferimenti e diritti (e conseguenti poteri) lascia indeterminata la questione distributiva, per cui l'azionista "forte", con il suo comportamento opportunistico, ben potrebbe ridurre le dimensioni del prodotto societario, di cui comunque gli spetterebbe la quota più rilevante. I riferimenti d'obbligo sono T. Hobbes, Leviatano, Firenze, Vallardi, 1976, e J. J. Rousseau, Contratto sociale. Per un'ampia trattazione su una possibile giustificazione morale dell'ordine sociale che si sviluppa a partire da uno "stato di natura" cfr. inoltre T. Magri, Contratto e convenzione. Razionalità, obbligo e imparzialità in Hobbes e Hume, Milano, Feltrinelli, 1994.

esplicarsi dell'autonomia dei privati, in particolare attraverso la libera negoziazione dei diritti garantiti e tutelati dall'ordinamento.⁵⁴

L'analisi sin qui compiuta non è quindi unilaterale, non comporta cioè uno spostamento di poteri e diritti (e, in ultima analisi, di risorse) unidirezionale, ben potendo pervenire all'individuazione di aspetti relativamente ai quali è il cosiddetto azionista forte ad ottenere i maggiori vantaggi relativi da una diversa configurazione degli assetti interni alla società. In una complessiva ridefinizione dei diritti, la parte onerata è indeterminata. Gli osservatori più accorti hanno da tempo rilevato come il problema riguardi la tutela della funzionalità del tipo legale della società per azioni, piuttosto che rientrare nel tema, tradizionale al diritto civile. della tutela della parte debole del rapporto.55

È importante sottolineare questo aspetto anche con riguardo ad un equivoco che è bene eliminare in partenza: l'intervento del legislatore in questo caso non si traduce (o meglio non dovrebbe tradursi) in un irrigidimento della disciplina, ma è al contrario coessenziale ad una sua maggiore e crescente flessibilità. In questo senso si deve precisare meglio quanto affermato da quegli autori per i quali, in tema di corporate governance, le regole, adottate o adot-

54. In proposito è opportuno osservare che un sistema di relazioni basato su un generalizzato ricorso alla fiducia (trust) al fine di integrare relazioni contrattuali incomplete, soffre per definizione di limiti che possono impedire transazioni socialmente desiderabili. Per sua stessa natura, infatti, la fiducia non è negoziabile; se essa per certi aspetti gode di un alto grado di flessibilità "statica", che consente di gestire situazioni non interamente specificabili ex ante, e perciò estremamente fluide, d'altro canto si basa sulla condivisione di valori e norme sociali, da cui sono esclusi soggetti esterni alla comunità comunque definita.

55. Sosteneva oltre trent'anni fa Pellizzi che "la stessa "tutela" delle minoranze non è tanto, o soltanto, un intervento tutorio a difesa di soggetti ritenuti più deboli, quanto piuttosto una cautela suggerita da generali esigenze economiche". Cfr. G. L. Pellizzi, "Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare", Rivista di diritto civile, 1967, p. 126.

tande, hanno "lo scopo fondamentale comune a tutte le norme giuridiche: che è, naturalmente, quello di dirimere o prevenire conflitti di interesse". 56

In realtà, la tesi che andiamo sviluppando assegna al legislatore un ulteriore compito, ancora più neutrale, ancor più a monte, se così si può dire: l'istituzione di un sistema di diritti ha il primario compito di rendere le parti coinvolte edotte dei rispettivi interessi, facendone emergere l'aspetto conflittuale. Una disciplina che non predisponga ruoli differenziati (che non distingua, nel nostro caso, tra gestori e controllori), perpetuando così l'illusione di una uguaglianza che è necessariamente smentita dagli assetti che di fatto si determinano non assolve interamente il suo compito, che deve preliminarmente essere quello di "segnalazione" ai singoli delle differenti posizioni di partenza.57

Solo così i costi e i benefici connessi al perseguimento degli interessi di ciascuno possono venire alla luce, permettendo ai diversi soggetti di orientarsi consapevolmente tra sfera individuale e sfera collettiva.

Del resto, è forse questa la maggiore manchevolezza della disciplina societaria del 1942: aver creduto fino in fondo nell'omogeneità degli interessi rappresentati nell'assemblea, e nel meccanismo maggioritario come strumento ottimale di sintesi.⁵⁸

56. Cfr. P. G. Jaeger e P. Marchetti, Corporate Governance, cit., p. 625.

57. Resta così esplicitato un ulteriore, importante ruolo per il diritto positivo, quello di arricchire il set informativo degli agenti; questa funzione non è completamente assolta dal diritto vigente, il quale anzi ingenera l'illusione anche nei soci marginali di poter influire sulla gestione attraverso la partecipazione a maggioranze assembleari "figlie del caso". Qui di fronte alla previsione del principio maggioritario che certamente assolve alla sua funzione di strumento di risoluzione dei conflitti, manca la ricognizione (contenuta invece nel Testo unico relativamente alle sole società quotate) di un ruolo differenziato per maggioranza e minoranza, che, detto per inciso, non sono mai citate nel codice civile.

58. È già stato osservato in proposito che la contrapposizione tra maggioranza e minoranza emerge e si rivela in fatto in parallelo con lo sviluppo

Aver riconosciuto che nella realtà così non è costituisce per le recenti norme in materia risultato più importante di quanto a prima vista possa sembrare. In tale ottica è residuale l'intervento della legge in funzione "risolutiva" dei conflitti, è assolutamente primario quello di definizione della struttura istituzionale all'interno della quale siano gli individui stessi a trovare la composizione ottimale dei reciproci conflitti di interesse.

Il testo unico della finanza: il legislatore accoglie il contributo di Coase?

Giunti quasi alla conclusione del nostro discorso, è opportuno verificare se gli spunti suggeriti nelle pagine precedenti siano stati in qualche misura recepiti dall'ordinamento, sia sul piano legislativo sia su quello della pratica. Come infatti si è accennato in apertura, un sistema di corporate governance è composto non solo da norme di diritto positivo, ma pure dalle consuetudini interpretative e applicative che prevalgono nei tribunali e nei comportamenti degli operatori.

Sotto questo punto di vista, gli ultimi anni hanno visto un fiorente dibattito, che ha accompagnato l'approvazione della legge delega, la sua esecuzione e infine l'emanazione dei decreti attuativi ad opera delle diverse authorities chiamate a integrare il dettato normativo. Non è questa la sede per compiere una dettagliata analisi della copiosa produzione normativa, giurisprudenziale e dottrinale degli ultimi anni. Ci limiteremo quindi ad individuare i principi guida cui essa si è ispirata, nonché

a verificare il suo grado di congruenza con le indicazioni teoriche sin qui emerse.

A questo fine, dobbiamo in primo luogo registrare come il decreto Draghi segni l'ingresso, nel tradizionale agone della corporate governance, di una molteplicità di soggetti che fino ad oggi non trovavano adeguata considerazione nella disciplina societaria: il fatto stesso che, sia nella legge delega sia nel Testo unico, si faccia ampio riferimento alla categoria della minoranza azionaria, per attribuirgli specifiche facoltà e poteri, segna di per sé un importante riconoscimento legislativo della complessità delle vicende interne alla compagine azionaria, ed al tempo stesso l'abbandono dell'utopia ugualitarista cui era ispirato il codice del 1942. A tal fine, l'articolato di legge disciplina tutta una serie di "corpi intermedi", in cui si raggruppano i soci per poter incidere con maggiore efficacia sulla gestione; se solo l'associazione tra azionisti di cui all'art. 141 del Testo unico riveste il carattere di novità assoluta, ugualmente importanti risultano da un lato tutte le norme che riservano speciali facoltà a coloro che, da soli o in accordo con altri, raggiungano determinate quote di possesso azionario, dall'altro gli artt. 122-124, che disciplinando i patti parasociali, paiono aver finalmente posto fine all'annoso dibattito dottrinale sulla loro validità. Se non mancano i potenziali inconvenienti legati alla "proliferazione" dei soggetti rilevanti nella dialettica societaria, 59 ulteriormente aggravati dal penetrante e crescente ruolo disegnato per le authorities. 60 dobbiamo considerare positivamente la scelta fatta dal legislatore di

dell'istituto societario (cfr. P. G. Jaeger, Gli azionisti, cit.). Vi è tuttavia un'ulteriore considerazione da fare, circa il fatto che, emersa e consolidatasi una maggioranza, l'ordinamento non si curava (perlomeno fino all'approvazione del recente Testo unico) delle sorti della minoranza; tale circostanza è certamente da ascriversi all'estensione al piano sostanziale della dogmatica dell'assemblea come collegio perfetto, necessaria a fini procedurali. Essa tuttavia mostra i suoi limiti in casi come il nostro, dove i componenti del collegio sono portatori di interessi propri.

59. Il riferimento è ovviamente ad accresciuti problemi di scarsa trasparenza delle relazioni, nonché al conseguente pericolo di "cattura" dei soggetti deboli ad opera di quelli più dotati di risorse.

^{60.} È stato rilevato che il Testo unico prevede almeno 71 provvedimenti distribuiti tra ministeri di Grazia e giustizia, del Tesoro e delle Finanze, Consob e Banca d'Italia. Al di là della ragionevolezza di un sistema delle fonti tanto articolato, v'è da chiedersi quali garanzie di accountability delle diverse autorità esso fornisca o, il che è lo stesso, chi controlla il controllore.

una disciplina che si fa carico dell'inclusione del maggior numero di soggetti possibile, prevedendo un accesso differenziato agli strumenti di *voice*, lasciando che siano poi i singoli ad autoselezionarsi in base alle proprie preferenze.

La seconda tendenza che dobbiamo registrare va nel senso di un arretramento del legislatore, non tanto nel senso quantitativo, di una diminuita produzione normativa, ⁶¹ quanto piuttosto in quello qualitativo, di una sua mutata filosofia ispiratrice, che introduce ampi spazi di autonomia individuale, attraverso numerose disposizioni che rinviano agli statuti "per l'introduzione volontaria di regole di maggior protezione per le minoranze, (...) in termini di 'minor percentuale' o di 'quota più elevata' secondo che l'una o l'altra rafforzino i diritti dei minoritari". ⁶²

Al di là della rilevanza delle singole disposizioni (alcune delle quali, invero, notevoli) è importante sottolineare che lo spessore qualitativo della riforma dovrà essere valutato alla luce dell'effettiva applicazione della stessa (in relazione alla quale, peraltro, si deve registrare una per certi versi comprensibile cautela da parte degli operatori, rilevata ad esempio da indagini empiriche di Assonime, che hanno rilevato una ridotta "utilizzazione" dei maggiori

 Affermazione che anzi apparirebbe paradossale, alla luce di quanto esposto alla nota precedente.

62. P. Montalenti, Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate, "Giurisprudenza commerciale", 1998, p. 329/I, il quale effettua poi una ricognizione analitica delle ipotesi di autonomia statutaria previste dal Testo unico: "Così è in tema di convocazione dell'assemblea (art. 125, 1º comma), di assemblea straordinaria (art. 126, 3º e 4º comma), di denuncia al collegio sindacale e al Tribunale (art. 128, 3º comma), di azione di responsabilità della minoranza (art. 129, 1º comma) di deleghe di voto (art. 137, 3º comma), di poteri dell'assemblea e del rappresentante comune degli azionisti di risparmio (art. 147, 4º comma), di privilegio delle azioni di risparmio (art. 145, 2º comma)", ivi, p. 346, dove stranamente si omette un'importante disposizione, quella inerente il numero di sindaci espressione della minoranza (art. 148, 2º comma).

spazi di autonomia da parte delle società quotate). Su questa linea, sarà importante un'interpretazione delle ipotesi di autonomia espressamente previste dal Testo unico che ne esalti la funzione programmatica, indicativa di una prospettiva, al fine di favorirne un'applicazione su "orizzonti meno consueti e soprattutto di più ampio respiro". 63

Si può in definitiva riconoscere come l'intero impianto del Testo unico sia fondato sul riconoscimento del fatto che, al crescere della complessità, un ordinamento normativo decentrato appare più efficiente, e quindi preferibile, rispetto ad uno che si basi su una strenua difesa del principio di autorità, sia esso inteso in senso gerarchico, come prevalere dei processi decisionali "verticali", sia esso inteso come preferenza per

63. Cfr. V. Buonocore, secondo il quale "la lacuna della legge al nostro esame in tema di organo di governo si colma e la vera riforma della corporate governance si prepara superando gli stereotipi delle clausole statutarie proprio nella materia dell'organizzazione interna della società e quindi operando effettivamente sul governo dell'impresa, e in particolare sui seguenti punti: a) ripartizione delle funzioni di governo societario; (...) b) modelli (sperimentali) di composizione del consiglio di amministrazione; (...) c) sfruttamento della possibilità regolamentare per il funzionamento degli organi sociali" (V. Buonocore "La riforma delle società quotate: cenni introduttivi", in AA.VV., La riforma delle società quotate, Milano, Giuffrè, 1998, pp. 72-73. Le osservazioni dell'autore riecheggiano quelle espresse all'inizio del dibattito sulla riforma da P. Marchetti, il quale giustamente lanciava un "monito a non trascurare, con l'alibi della riforma, le potenzialità, non scarse, dell'oggi", avvertiva come "la disciplina societaria consentisse di agire in prevenzione", illustrava come già le norme del codice civile consentissero di pervenire ad una composizione dell'organo amministrativo, alla ripartizione delle funzioni di gestione e sorveglianza, al disegno di un sistema di controlli interi più adeguati ad un efficace sistema di corporate governance. Concludeva con un interrogativo valido ancor oggi (anzi, a maggior ragione oggi, qualora i poteri concessi dal Testo unico non vengano estesamente esercitati), relativo al "perché, pur essendovi gli spazi, non sia stata sfruttata la possibilità per una più adeguata corporate governance che il sistema offre" (P. Marchetti, "Corporate governance e disciplina societaria vigente", Rivista delle società, 1996, pp. 418 ss.).

un modello di tutela degli interessi coinvolti prevalentemente eterodeterminato, con l'intervento di un soggetto esterno (tipicamente un tribunale) chiamato a giudicare della composizione dei conflitti tra le parti nel senso più congruente con principi anch'essi fissi e inderogabili. Corollario di tale presa d'atto, e quindi il passo successivo a cui è chiamato l'interprete nell'applicazione della riforma, consiste nell'individuazione dei riferimenti normativi che diano sostanza a tale mutato orientamento. In proposito è forse prematuro indicare soluzioni, dato il ritardo della dottrina nell'analizzare potenzialità e limiti di sistemi normativi "misti", in cui le disposizioni di legge assumano funzione prevalentemente sussidiaria, accanto a strumenti di autoregolamentazione; pare più opportuno limitarsi a indicazioni metodologiche di massima. In tale ottica, è possibile individuare per ciascuno strumento un ambito di competenza distinto, destinato ad integrarsi con gli altri. Attribuita alla legge la funzione di presidio degli aspetti di ordine pubblico e interesse generale innegabilmente connessi alla materia, nonché di specificazione, nel senso sopra precisato, delle posizioni di partenza dei privati, possono ipotizzarsi, per quanto concerne gli spazi di autonomia concessi a questi ultimi, due livelli di intervento. Da un lato infatti può pensarsi a veri e propri contratti, impegni giuridici liberamente sottoscritti dai partecipanti alla società a vario titolo per regolare i reciproci rapporti negli spazi lasciati liberi dall'arretramento delle norme imperative. Tali disposizioni pattizie possono trovare posto sia negli statuti sia in regolamenti societari sia in accordi parasociali.64 D'altro canto, dove impeg-

64. È la soluzione proposta da Jaeger, il quale, commentando il codice di autoregolamentazione recentemente varato dalla società di gestione del mercato azionario, Borsa Italiana S.p.A., pur non nascondendo accenti critici, sostiene che "si debba porre il problema di una possibile realizzabilità in termini giuridici dei precetti del codice, senza lasciarli in balia della correttezza degli operatori o delle onde imprevedibili del mercato". La sua proposta è appunto quella "di inserire alcune regole negli statuti delle

ni strettamente giuridici possono rivelarsi di difficile enforcement, possono soccorrere codici etici che riducano le aree di indefinitezza e d'altronde servano da guida all'interprete nell'applicazione ex post dei vincoli giuridici che li richiamano. Se pensiamo ai casi di responsabilità degli amministratori, di abusi della maggioranza o della minoranza, tutti costruiti su non meglio precisabili, dal punto di vista del diritto, doveri di buona fede e correttezza, appare evidente come un siffatto sistema di rinvii si ponga a tutela di tutte le parti coinvolte, in termini di maggiore specificazione delle fattispecie sanzionabili, senza che questo si risolva in un'eccessiva sclerosi del sistema 65

In quest'ottica va inquadrata l'iniziativa della società di gestione del mercato azionario, Borsa Italiana S.p.A., che, facendosi interprete dello spirito della rifor-

società, facendole approvare dall'assemblea straordinaria. Si realizzano in tal modo gli obiettivi, da un lato, di introdurre discipline che tengano conto delle 'specificità' delle società; dall'altro, di poterle far modificare o sopprimere, ove non si dimostrino utili, ad opera della stessa assemblea. Assicurando nel contempo alle regole in questione un carattere giuridico coercibile" (P. C. Jaeger, "Governo societario, meglio le regole negli statuti", Corriere della Sera, 12 ottobre 1999).

65. In dottrina si è talvolta criticato il ricorso eccessivo a principi metagiuridici, poiché essi introdurrebbero un elemento che mina la certezza del diritto. Ha osservato Guido Rossi che "la norma di chiusura interna all'ordinamento che rinvia all'etica è (...) mutevole, altamente opinabile e ampiamente soggetta alle valutazioni individuali del giudice. E il precedente giurisprudenziale non è mai un riferimento sicuro e soprattutto è sempre discutibile quando ha giudicato gli affari" (G. Rossi, "Etica degli affari", Rivista delle Società, 1992, p. 548). La replica a queste obiezioni può venire da una mutata prospettiva, in cui il rinvio di legge sia a norme etiche procedurali, e non già (solo) a regole sostanziali; il rinvio ad una situazione di scelta "dietro un velo d'ignoranza" porterebbe il giudice a sancire l'ordinamento di interessi più coerente con la concezione di contrattualismo ideale cui si è già fatto riferimento (supra, nota 37). Si tratta evidentemente di una proposta de iure condendo, eppure percorribile, non costituendo che una specificazione del criterio di "equità" cui il giudice è autorizzato a fare ricorso in presenza di determinate circostanze.

ma, ha promosso l'elaborazione di un Codice di autodisciplina delle società quotate, 66 incentivandone l'adozione da parte delle società che fanno appello al pubblico risparmio. Per la prima volta si affacciano

66. Tale documento (ora pubblicato con una presentazione di Sir Adrian Cadbury e insieme al "Rapporto sulla corporate governance", in Notizie di Politela, n. 56, 1999, pp. 99 ss.) è stato infine integrato definitivamente nei regolamenti della Borsa Italiana S.p.A. con delibera del consiglio di amministrazione della società del 29 febbraio scorso. Viene così stabilito a carico delle società quotate l'obbligo di dare comunicazione agli azionisti e al mercato, al più tardi entro le assemblee di approvazione del bilancio del 2001, del sistema di governo adottato e della sua rispondenza alle raccomandazioni del codice. L'area sulla quale il Codice è maggiormente ricco di indicazioni è quella riferita al funzionamento del consiglio di amministrazione. Il Codice recepisce la prassi internazionale in materia, che privilegia le organizzazioni che si dotano di una struttura di controllo articolata e trasparente, così rendendo evidenti i nessi causali tra comportamenti e responsabilità, in una parola accrescendo l'accountability dei soggetti investiti di compiti di controllo. A questo scopo viene suggerita la creazione di comitati interni (in particolare per quanto riguarda le nomine e la remunerazione dei manager nonché per la supervisione della funzione di controllo interna), cui affidare compiti specifici, sui quali rispondano al plenum del consiglio e all'assemblea dei soci. Grande risalto viene inoltre dato alla presenza di amministratori indipendenti (già introdotti con grande risalto nei paesi anglosassoni) ovvero non legati agli azionisti di maggioranza da vincoli economici o di altro tipo, che grazie alla loro competenza ed autorevolezza possano assumere la funzione di garanti degli interessi delle minoranze e del mercato. Il rischio, ovviamente, è che in mancanza di una adeguata e condivisa cultura della corporate governance il loro ruolo resti meramente "decorativo". Per contro la valorizzazione del loro ruolo consente di anticipare notevolmente il momento del controllo sulla gestione, che viene portato all'interno dell'organo decisorio. Per alcuni preliminari commenti sull'impatto del Codice sul sistema di corporate governance delle società quotate sia consentito rinviare a D. Corrado, "Società quotate e autoregolazione: commenti al Codice di Autodisciplina", Notizie di Politeia, n. 57, 2000, p. 119, dove si trovano anche interventi di L. Spaventa, L'autoregolazione come espressione di self-interest illuminato e i problemi di governance delle società quotate, p. 123; M. Draghi, Regolazione pubblica, autodisciplina e reputazione nelle società quotate, p. 127; M. Tronchetti Provera, Codici di autoregolazione, società quotate e mercato, p. 135.

nel nostro ordinamento (essendo invece da tempo diffusi altrove) strumenti di *corporate governance* non vincolanti giuridicamente, ⁶⁷ elaborati dagli stessi operatori chiamati a sottoporvisi, la cui efficacia è legata alla funzione allocativa e insieme sanzionatoria del mercato e al grado di condivisione nelle società quotate di valori e principi quali trasparenza e responsabilità, e quindi alla reputazione degli operatori stessi. ⁶⁸

Giurisprudenza e diritto positivo: un possibile circuito virtuoso

Un corollario a quanto esposto in questo paragrafo riguarda una riconsiderazione generale del ruolo del potere giudiziario in ambito societario. Come è stato giustamente osservato questo riveste un ruolo sostanzialmente bivalente. ⁶⁹ La sua duttilità gli consente, in astratto, da un lato di proporsi come presidio degli interessi generali, in una prospettiva strettamente istituzionalista; d'altra parte, l'attivismo giudiziale può essere letto in chiave negoziale, come com-

67. Tali strumenti si affiancano e rafforzano quel sistema normativo che, fondato sui contributi dell'etica degli affari, prevede l'adozione spontanea di documenti quali codici etici di impresa e il bilancio sociale. Tale filone di studi è stato oggetto di approfondimento anche nel nostro paese sin dalla fine degli anni Ottanta. Per una rassegna in tema, finalizzata ad una applicazione settoriale di tale approccio si veda in particolare E. D'Orazio e S. Maffettone, a cura di, "Codice etico nei servizi pubblici", Notizie di Politeia, n. 51, 1998.

68. Se da un lato sembrano comprensibili le perplessità mostrate da alcuni illustri giuristi italiani circa l'efficacia di strumenti di autoregolamentazione in assenza di sanzioni giuridiche (cfr. per tutti P. G. Jaeger, Governo societario, cit.), è significativo dall'altro lato registrare la convinta adesione dell'Investment Company Institute, associazione statunitense dei gestori di fondi, che ha pubblicamente espresso il proprio sostegno all'iniziativa di Borsa Italiana, manifestando la propensione delle proprie associate a investire nelle imprese che si atterranno ai principi del codice.

69. Cfr. G. B. Bisogni, "Autonomia ed eteronomia nella disciplina dei rapporti associativi della publicly held corporation", in *Rivista delle Società*, 1997, p. 649.

pletamento ex post del contenuto di contratti resi forzatamente incompleti dal gioco delle asimmetrie informative e dei costi di transazione. 70 Quale delle due prospettive in concreto prevalga dipenderà da una molteplicità di fattori, almeno uno dei quali, l'elaborazione di nuovi principi giurisprudenziali, appare al di là della portata del legislatore. Questo, unitamente al fatto che la definizione dei diritti di proprietà in ambito societario si presenta come un'operazione estremamente difficoltosa, lascia intendere come il disegno di un sistema di corporate governance sia questione fortemente legata ai tempi e ai modi dell'evoluzione culturale, anziché un problema di mere scelte tecniche. Queste potranno al più indicare una linea di orientamento, ed è quindi importante che il Testo unico, come visto sopra, si muova in questa direzione.

Il diritto societario vigente conosce infatti numerosi casi in cui divieti inderogabili vengono costruiti con largo ricorso a non meglio precisati principi generali o motivi di ordine pubblico economico.⁷¹ Se

70. Solo il secondo caso, come è ovvio, si colloca in una prospettiva di tutela dei diritti di proprietà in questo scritto a più riprese propugnata; il primo, al contrario, può risolversi in una notevole indeterminatezza nella valutazione economica dei diritti effettivamente pertinenti agli azionisti, con gravi ripercussioni per l'efficienza economica.

71. A. Gambino, con un'analisi che presenta evidenti punti di contatto con la tesi sin qui sostenuta, ascrive tale circostanza al fatto che "l'assenza di un mercato dei capitali a servizio dell'attività imprenditoriale comportava che la tutela dei terzi non fosse rivolta ad assicurare a questi una piena informazione sulle condizioni economico-finanziarie dell'impresa societaria. (...) La correttezza ed efficienza della gestione imprenditoriale venivano stimolate in via primaria attraverso un'organizzazione delle competenze ripartite rigidamente tra assemblea dei soci, organo gestorio e organo di controllo, con un eccezionale, ma pervasivo, controllo del Tribunale in caso di gravi irregolarità amministrative. Tale impianto della disciplina della società per azioni aveva, come coerenti corollari, nell'interesse, da un lato, dei soci di minoranza e, dall'altro, a un'efficiente gestione dell'impresa, l'inderogabilità del procedimento assembleare, (...) la nullità delle convenzioni di voto che svuotassero il ruolo dell'assemblea o che incidessero sull'autonomo e originario potere gestorio degli amminisin taluni casi essi possono essere giustificati dalla rilevanza degli interessi coinvolti, che non sempre ineriscono le parti alle transazioni di volta in volta portate all'attenzione dell'autorità giudiziaria, sovente si tratta di principi superati dalla realtà dei tempi; essi trovavano fondamento nella presunta debolezza dei soggetti coinvolti, il cui consenso non poteva quindi dirsi liberamente dato.

La straordinaria crescita del mercato finanziario verificatasi negli ultimi decenni impone di considerare la tutela degli investitori da una mutata prospettiva; il legislatore si è mosso in questa direzione, i tribunali sono tenuti ad adeguarvisi. Con che tempi e in che modi non è dato allo stato sapere.

Cenni comparatistici: il caso inglese. Il difficile equilibrio tra strumenti legislativi, moral suasion e autoregolamentazione

La ricostruzione delle origini e delle determinanti del sistema di corporate governance prevalente nel nostro paese, esposta sinora, individua quale elemento critico il rapporto tra soci, società e patrimonio sociale, e quindi, in ultima analisi, si interroga su quale sia il fondamento dei poteri legittimamente esercitabili all'interno della compagine sociale. È interessante in

tratori, l'interpretazione restrittiva della norma (art. 2.368), che pur parrebbe consentire meccanismi di nomina degli amministratori non rigidamente ancorati al principio maggioritario e cioè all'esigenza di unità della gestione" (A. Gambino, "Verso la riforma della società per azioni non quotata", Rivista delle società, 1999, p. 1.582). Venuto meno il presupposto di tale orientamento (l'assenza di un mercato finanziario efficiente, in cui la circolazione dell'informazione consente una più efficace autotutela), dovrebbero scomparire anche gli effetti indotti: ma si tratta di un processo di maturazione che ha i caratteri dell'evoluzione culturale, se è vero che anche l'espressa regolamentazione dei patti parasociali contenuta negli artt. 122-124 del Testo unico ha indotto alcuni autori a chiedersi se tale riconoscimento non rivesta i caratteri di lex specialis, come tale non suscettibile di applicazione generalizzata (così R. Costi, "I patti parasociali", in AA.VV., La riforma delle società quotate, Milano, Giuffrè, 1998, pp. 130-134).

proposito notare come, nonostante uno sviluppo secolare, la sistemazione teorica dell'istituto della società per azioni non possa ancora dirsi definitivamente compiuta. Vi è sostanzialmente indeterminatezza circa la qualificazione giuridica del rapporto, che, è stato affermato, non solo non corrisponde allo schema tecnico della proprietà, ma sembra atteggiarsi diversamente per le differenti tipologie di azionisti. E una definizione in negativo, che accresce l'incertezza in cui si dibatte il pratico, e giustamente il legislatore e gli studiosi sono impegnati a gettare luce su questi aspetti.

Qualora tuttavia rivolgiamo la nostra attenzione alle soluzioni adottate in ordinamenti diversi dal nostro, notiamo immediatamente come l'intero dibattito di corporate governance sembri svolgersi su un piano differente. Esaminiamo ad esempio il caso della Gran Bretagna: in questo paese si è svolto un intenso dibattito⁷³ sulle determinanti di un sistema di governo societario efficiente, che si è articolato intorno a tre documenti. Il Cadbury Report del 1992 ha affrontato i temi della composizione e del funzionamento del consiglio di amministrazione;⁷⁴ nel 1995 è stata istituita la

72. C. Angelici, "Le minoranze nel decreto 58/ 1998: tutela e poteri", Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni, 1998, pp. 207-227, ivi a p. 214.

73. C. Angelici, "Le minoranze nel decreto 58/ 1998: tutela e poteri", Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni,

1998, pp. 207-227, ivi a p. 214.

74. Le regole disciplinano il funzionamento del board, definiscono poteri e doveri dei consiglieri executive e non-executive, stabiliscono standard per il sistema di reporting e controllo interno all'impresa, allo scopo di accrescere trasparenza e accountability nell'operato del board che, lo ricordiamo, ha in Gran Bretagna sia funzioni di direzione che di controllo (M. Colombera, "Le regole di corporate governance nel Regno Unito: il Cadbury Committe e il Greenbury Committe", Rivista delle società, 1992, p. 538). Di grande interesse è la distinzione tra amministratori executive e non-executive, che comincia a farsi strada anche nel nostro paese, sulla base dell'idea che persone esperte ed autorevoli cooptate nel consiglio di amministrazione, non legate agli azionisti di maggioranza da vincoli economici o di altro tipo, possano Commissione Hampel (o Cadbury Mark II), per apportare al primo rapporto quelle modifiche che la pratica e il dibattito avessero indicato come opportune, che ha concluso i suoi lavori nel gennaio 1998. Nel frattempo, nel 1995, la Commissione Greenbury prendeva in esame il tema della remunerazione dei componenti del consiglio di amministrazione.

Il corpus di norme che si è così venuto a creare è munito di un'efficacia particolare, che gli deriva non già dall'essere vincolante in sé, bensì dall'essere stato fatto proprio dall'autorità di gestione del mercato azionario, che pertanto prescrive la sua osservanza sotto pena di esclusione dalle contrattazioni. Abbiamo dunque non solo obiettivi, ma pure strumenti diversi rispetto a quanto è dato riscontrare nel nostro paese.

Infatti, l'unica norma del nostro ordinamento che disciplini in qualche modo il funzionamento dell'organo amministrativo continua ad essere l'art. 2.381 del codice civile. Norme della specie brillano per la loro totale assenza pure nel recente Testo unico, come è stato sottolineato da autorevoli commentatori, 75 né la recente introduzione del ricordato *Codice di autodisciplina* pare sufficiente a colmare le lacune dell'ordinamento in questa materia. Le ragioni di tale situazione sono certamente numerose; se tuttavia consideriamo che gli stessi estensori della legge riconoscono come questa sia la strada da imboccare, 76 dob-

assumere la funzione di garante degli interessi delle minoranze e del mercato. Il rischio, ovviamente, è che in mancanza di una adeguata e condivisa cultura della *corporate governance*, il loro ruolo resti meramente "decorativo".

75. "Si è detto molto spesso (...) che la legge Draghi era la via italiana alla corporate governance. Io raramente ho visto una legge di riforma delle società per azioni che si sia così poco occupata di corporate governance. (...) I principi di corporate governance avrebbero potuto ricevere qualche aiuto di amministrazione e i gruppi di società e non il solito collegio sindacale" (G. Rossi, *Intervento* al convegno di S. Margherita Ligure del 13-14 giugno 1998, cit.).

76. M. Draghi, intervento al convegno sulla "Corporate governance", svoltosi a Milano presso

biamo interrogarci sulla ratio di tale (temporanea) omissione. La prima considerazione da fare è quasi banale: data la scarsa diffusione in Italia del modello della public company, gli organi amministrativi sono di fatto costituiti da fiduciari degli azionisti di maggioranza, quando addirittura non c'è identità tra gli uni e gli altri. Avrebbe avuto poco senso quindi un intervento per così dire a valle, su composizione e funzionamento dei consigli di amministrazione, senza intervenire sulle sue determinanti, cioè sui rapporti interni alla compagine azionaria. Più interessante invece verificare le differenze nelle modalità di intervento: un'azione legislativa in materia avrebbe certamente determinato un inopportuno irrigidimento normativo. D'altro canto, lasciare importanti iniziative esclusivamente all'autoregolamentazione dei soggetti coinvolti presenta notevoli inconvenienti.⁷⁷ Il

l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano il 17 marzo 1998, non pubblicato.

77. Il punto è stato colto nella sua complessità in un passo del lavoro collettaneo dell'Associazione Prette che è opportuno citare per esteso: "Nessuno, né singole imprese, né lo Stato (...) sa oggi con esattezza quale sia l'insieme di diritti e doveri che l'esperienza rivelerà come il più adatto a conseguire l'obiettivo della società 'aperta ma stabile' che ci si è proposti. E tuttavia l'emersione delle regole innovative migliori in modo spontaneo attraverso la sperimentazione dei soggetti interessati non solo richiede una sensibilità verso il 'nuovo' e il 'più impegnativo' che fino ad ora non si è avuta, ma è anche scoraggiata dalla presenza di tre distinti costi. Innanzitutto, nell'adottare autonomamente nuovi assetti di governo societario gli imprenditori possono giungere a soluzioni errate, ossia peggiori di quelle di partenza. (...) Inoltre, se anche l'assetto adottato fosse invece 'superiore' a regime, gli imprenditori che effettuano la sperimentazione corrono il rischio che la nuova 'soluzione' sia inferiore nel corso della transizione; in particolare, il nuovo assetto potrebbe essere conveniente solo qualora venga adottato da un'elevata massa critica di imprese, necessaria ad assicurare una gestione competente delle nuove regole da parte di tutti i soggetti coinvolti. Infine, se pure si prescinde dai due rischi precedenti e si assume un assetto capace di affermarsi rapidamente, resta il problema che la sua introduzione è assai più costosa per gli imprenditori che effettuano la sperimentazione che per gli imitatori che seguono". Associazione Disiano Preite, Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma

problema di politica del diritto diventa allora trovare il giusto equilibrio tra strumenti legislativi, *moral suasion*⁷⁸ e autonomia dei privati.

Conclusioni

Nelle pagine che precedono si è cercato di evidenziare come l'assetto, normativo e sostanziale, del sistema delle società per azioni, soffra di un'impostazione dettata in modo ancora determinante da ragioni storiche oggi superate. Il superamento di tali limiti, già avviato da alcuni decenni, non potrà tuttavia dirsi completato finché non si abbandonerà una concezione della società per azioni statica, che privilegia la funzione di strumento di gestione comune dell'impresa sociale, per abbracciarne una dinamica, che individua lo scopo prevalente dell'istituto nella canalizzazione delle risorse di una pluralità di soggetti verso un centro decisionale unitario. A tale fine è necessario predisporre una cornice normativa che abbia quale sua ratio ultima la composizione del conflitto di interessi tra il gruppo degli "imprenditori" e quello degli "investitori" all'interno della compagine sociale. Strumento privilegiato di tale processo di riforma dovrà essere un'analitica scomposizione del rapporto di società che porti in luce le scelte individuali ad esso

del diritto societario in Italia, Bologna, II Mulino, 1997, pp. 53-54. Cfr. inoltre P. Marchetti, citato alla nota 63, sulla resipiscenza da parte delle società ad adottare soluzioni di governance innovative.

78. Questa pare la strada imboccata in materia dalla Consob con la comunicazione n. DAC/RM/97001574 del 20 febbraio 1997, concernente "Raccomandazioni in materia di controlli societari", rivolte a consigli di amministrazione, collegi sindacali e società di revisione delle società quotate, in relazione alla quale tuttavia è prematura ogni vantazione di impatto. Significativo il fatto che al fine di creare una cornice che favorisca il self-enforcement del provvedimento, la Commissione raccomandi alle società che riterranno di non uniformarsi a quanto suggerito di dichiararlo esplicitamente nelle relazioni al bilancio, fornendone i motivi ed eventualmente informando su quanto predisposto in alternativa. Cfr. "Le società", 1997, pp. 596 ss.

sottese, permettendo in seguito di ridurre le aree di indeterminatezza connesse all'interazione tra i soggetti coinvolti. In particolare, tale intervento dovrà partire da una rinnovata concezione del ruolo del diritto, che facendo propria l'impostazione per la prima volta avanzata in letteratura da Coase, comporti un passo indietro del legislatore, non più chiamato a prescrivere compor-

tamenti ottimali, ma a disegnare il contesto istituzionale nel quale possano svolgersi le negoziazioni dei privati. In tale ambito sono chiamati a svolgere un ruolo decisivo strumenti di autoregolamentazione che completino il dettato legislativo, creando un sistema normativo integrato più attento alle ragioni dell'efficienza economica che non a quelle del dogmatismo giuridico.