

Atualidades

SOCIETÀ COMMERCIALI E STRUMENTI DI AUTOREGOLAZIONE: IL CASO DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA DELLE SOCIETÀ QUOTATE

DIEGO CORRADO

1. Premessa. 2. Il Codice di Autodisciplina delle Società Quotate. 3. Il contenuto del Codice: aspetti salienti. 4. Questioni aperte. 5. Prospettive operative per le società quotate. Rinvio. 6. Regolazione privata e fonti autoritative: quale equilibrio? 7. Conclusioni.

1. Premessa

Negli anni '90 in Italia — in concomitanza con analoghe esperienze internazionali¹ — il disegno di un sistema di governo delle imprese più attento alle ragioni dell'efficienza ha attirato crescente interesse da parte sia del legislatore sia di operatori economici e studiosi. E' maturata la consapevolezza che in mercati caratterizzati da elevata mobilità internazionale dei capitali l'introduzione di regole appropriate, che accrescano la fiducia degli investitori senza per questo costituire elementi di rigidità, costituisce un fattore competitivo strategico per ogni sistema-paese. Tale considerazione ha comportato un profondo ripensamento degli orientamenti di politica del diritto prevalenti nel nostro Paese.

1. Per un'ampia rassegna sul dibattito di *corporate governance* in Europa, cfr. Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti (a cura di), "Aspetti generali della riforma del corporate governance: profili comparatistici", in *Quaderni del Giornale dei Dottori Commercialisti* 10/1998.

L'approvazione nel 1998 del Testo Unico della Finanza² segna da questo punto di vista un radicale mutamento di approccio alla tematica del governo di impresa: parallelamente alla disciplina sostanziale esso ha modificato in misura rilevante il sistema delle fonti in materia di *corporate governance*, concedendo ampio spazio, accanto agli strumenti di produzione legislativa, all'intervento di *authorities* indipendenti e all'autonomia dei privati,³ favorendo così

2. Approvato con D. Lgs. 58 del 24 febbraio 1998 ed entrato in vigore il 1° luglio 1998, il Testo Unico disciplina mercato finanziario, intermediari e soggetti emittenti titoli quotati. La parte dedicata a questi ultimi, che contiene gli spunti più interessanti sotto il profilo dell'autoregolazione, cui si fa riferimento nel testo, è ora esaustivamente commentata in *La Disciplina delle Società Quotate nel Testo Unico della Finanza, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 — Commentario*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Giuffrè, Milano, 1999.

3. Lungi dall'essere un effetto collaterale di scelte tecniche adottate ad altri fini, la centralità del ruolo dell'autonomia privata nella nuova disciplina è stata consapevolmente ribadita dal Presidente della Commissione che ha preparato il Testo Unico, Prof.

una ricerca "dal basso" dell'assetto normativo più adeguato al caso concreto, che non trascuri apporti innovativi quali ad esempio quello derivante dalla adozione di codici di autoregolazione da parte delle imprese.⁴ 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 un modello di tutela degli interessi coinvolti prevalentemente eterodeterminato, con l'intervento di un soggetto esterno (tipica-

Draghi: "Il governo societario è quindi anche un problema di autoregolamentazione, nella misura in cui l'autonomia privata è in grado di assicurare ai soggetti che entrano in relazione con l'impresa un'adeguata considerazione dei propri interessi, quale presupposto per affidabili e duraturi rapporti economici. (...) tale impostazione, rispetto al problema della inderogabilità, presenta il vantaggio di consentire alle singole società di valutare se le regole generali sono adeguate alle proprie specifiche esigenze e dimensioni", Audizione del Direttore Generale del Tesoro davanti la Commissione Finanze della Camera dei Deputati, tenutasi il 10 dicembre 1997, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 1997, p. 771, e ivi a p. 780. Per una ricognizione analitica delle ipotesi di autonomia statutaria previste dal T.U., cfr. P. Montalenti, "Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate", in *Giurisprudenza Commerciale*, 1998, p. 329/I: "Così è in tema di convocazione dell'assemblea (art. 125, 1° comma), di assemblea straordinaria (art. 126, 3° e 4° comma), di denuncia al collegio sindacale e al Tribunale (art. 128, 3° comma), di azione di responsabilità della minoranza (art. 129, 1° comma), di deleghe di voto (art. 137, 3° comma), di poteri dell'assemblea e del rappresentante comune degli azionisti di risparmio (art. 147, 4° comma), di privilegio delle azioni di risparmio (art. 145, 2° comma)", *ibidem*, p. 346, dove stranamente si omette un'importante disposizione, quella inerente il numero dei membri del collegio sindacale e la composizione dello stesso (art. 148).

4. Se tale innovazione, in linea di principio, segna un indubbio progresso in favore di un sistema normativo decentrato, perplessità suscitano tuttavia le concrete modalità attraverso cui i maggiori spazi di autonomia privata sono introdotti; per tali considerazioni vedi *infra*, paragrafo 6.

mente un tribunale) chiamato a giudicare della composizione dei conflitti tra le parti nel senso più congruente con principi anch'essi fissi e inderogabili.

E' importante notare come questa tendenza, nata nei settori più aperti alla competizione internazionale, quali appunto quelli dei mercati finanziari e dei soggetti che in essi operano, si sia andata estendendo ad altri campi dell'ordinamento, quali ad esempio quello del diritto societario *lato sensu*, oggetto negli ultimi mesi di indagine da parte di una Commissione incaricata di redigere uno schema di legge-delega per la riforma della disciplina in materia.⁵ Il testo licenziato dalla Commissione pone tra i principi ispiratori cui il legislatore delegato si dovrà adeguare "l'ampliamento degli ambiti di autonomia statutaria".⁶ La logica sistemica che presiede alla disciplina dei fenomeni economici⁷ induce a ritenere che il necessario coordinamento delle novità così introdotte con altri importanti rami del diritto commerciale seguirà questo innovativo orientamento,⁸ rendendo così vieppiù opportuna un'indagine sulle prospettive future di politica del diritto, e più in generale sugli

5. La Commissione Mironi, istituita con D. M. 24 luglio 1998, ha concluso i suoi lavori nel febbraio 2000, licenziando uno schema di legge delega per la riforma delle società commerciali.

6. Cfr. art. 2, comma 1, lett. b) dello schema di d.d.l., disponibile sul sito <www.ilsole24ore.it>.

7. Come è stato autorevolmente osservato "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 1998, ora in AA. VV., *La Riforma delle Società Quotate*, Milano, 1998, p. 354).

8. Lo schema di d.d.l. include nell'ambito della delega il "necessario coordinamento con le altre disposizioni vigenti, ivi comprese quelle in tema di crisi di impresa" (art. 1, secondo comma).

equilibri della normativa come si andranno a configurare in concreto.

2. Il Codice di Autodisciplina delle Società Quotate

La tendenza ora individuata ha ricevuto a fine 1999 un importante impulso ad opera della società di gestione del mercato azionario, Borsa Italiana S.p.A., che ha proposto un "Codice di Autodisciplina" delle Società Quotate, elaborato da un Comitato che raccoglieva una rappresentanza di imprenditori, amministratori di grandi società e esperti.⁹ Per la prima volta si affacciano nel nostro ordinamento (essendo invece da tempo diffusi altrove) strumenti di *corporate governance* non vincolanti giuridicamente,¹⁰ 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

9. Tale documento (ora pubblicato con una presentazione di Sir Adrian Cadbury e insieme al Rapporto sulla Corporate Governance in *Notizie di Politeia* 56/1999, pp. 99 e ss.) è stato infine integrato definitivamente nei regolamenti della Borsa Italiana S.p.A. con delibera del C.d.A. della società del 29 febbraio scorso (cfr. R. Sabbatini, "La Borsa adotta il Codice Preda", *Il Sole* — 24 Ore del 1° marzo 2000, p. 33). 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.

10. Tali strumenti si affiancano e rafforzano quel sistema normativo che, fondato sui contributi dell'etica degli affari, prevede l'adozione spontanea di documenti quali i 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 80. Il dibattito in materia è spesso stato centrato alle iniziative del Centro Studi Politeia che ha promosso in questi anni numerose iniziative di ricerca e formazione volte allo studio e alla diffusione di una prospettiva etica in economia e in particolare nel governo delle organizzazioni complesse, delle quali può trovarsi traccia in *Notizie di Politeia*, cui si fa rinvio. Per una recente applicazione di tale approccio, si veda in particolare "Codice etico nei servizi pubblici", a cura di E. D'Orazio e S. Maffettone, in *Notizie di Politeia* 51/1998.

principi quali trasparenza e responsabilità, e quindi alla reputazione degli operatori stessi.¹¹

La teoria economica da tempo indaga sull'efficacia, nell'ambito della disciplina di transazioni economiche caratterizzate da elevate asimmetrie informative, di sistemi sanzionatori basati sulla reputazione.¹² In linea di principio, è agevole dimostrare che in determinati contesti la perdita della credibilità rappresenta una sanzione più pesante, e dunque più temuta, di quella che potrebbe irrogare un'autorità amministrativa; solo la prima infatti porta in sé quel grado di effettività, necessario ad assicurare un adeguato livello di deterrenza, e solo essa si basa sulla condivisione di principi che garantiscano una *compliance* non esclusivamente formale, bensì sostanziale, ai precetti della correttezza e della trasparenza delle relazioni tra gli operatori economici.¹³

Un eccesso di regolazione pubblica, per contro, porta con sé notevoli inconvenienti: da un lato si deve infatti pensare alle distorsioni nel comportamento degli operatori dovute agli incentivi nascosti nelle pie-

11. 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, meglio le regole negli statuti", *Il Corriere della Sera*, 12 ottobre 1999, in risposta a P. Marchetti, *ibidem*, 7 ottobre 1999), 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 ("I gestori USA promuovono la governance di Borsa S.p.A.", *Il Sole* — 24 Ore, 20 gennaio 2000, p. 35).

12. Cfr. per tutti D. M. Kreps, "Corporate culture and economic theory", ora in *Perspectives on Positive Political Economy*, a cura di J. Alt e K. Shepsle, Cambridge, 1990.

13. Tale punto, ben ripreso da Draghi ("Regolazione pubblica, autodisciplina e reputazione nelle società quotate", in *Notizie di Politeia* 57/2000, p. 127), era stato già colto con efficacia da L. Spaventa, Presidente della Consob, nella sua relazione annuale del 1999 (cfr. Consob, Relazione Annuale 1999).

ghe del sistema normativo pubblico;¹⁴ dall'altro ai danni sofferti dall'ordinamento giuridico inteso in senso lato, allorché, a causa della difficoltà di osservare e quindi sanzionare i comportamenti illeciti, il basso grado di *compliance* degrada la percezione dell'imperatività dei precetti giuridici da parte dei consociati.¹⁵

A questo proposito è stato giustamente osservato¹⁶ che il Codice di Autodisciplina non costituisce un onere aggiuntivo per un ambito già così pesantemente (e giustamente, dati i rilevanti interessi pubblici coinvolti) normato.¹⁷ Trattandosi di uno strumento di autodisciplina, esso sarà adottato quando e nella misura in cui i suoi benefici superino i costi di attuazione. In secondo luogo, data la sua natura "privata", presenta una flessibilità sconosciuta ad altri tipi di intervento normativo, sia pure di fonte regolamentare.¹⁸⁻¹⁹

14. Questa è solo una, seppur particolarmente rilevante, delle componenti del "costo" implicito in una regolamentazione basata prevalentemente su norme imperative "pubbliche" efficacemente individuato da Draghi (loc. citata alla nota precedente).

15. Per un'applicazione di tale principio, si veda il dibattito circa l'opportunità di limitare, in ambito societario, la tutela c.d. "reale", a favore di quella risarcitoria, in tutti quei casi in cui siano violate norme poste a tutela dei soci. Lo stesso schema di d.d.l. sulla riforma del diritto societario (vd. *supra*, note 3-4 e testo relativo) prevede di riformare in tal senso il regime delle invalidità degli atti societari (cfr. art. 4, comma 7, lett. b) dello schema di d.d.l. citato).

16. M. Onado, "Esami di maturità", *Il Sole* — 24 Ore del 7 ottobre 1999, p. 1.

17. E' infatti immediato constatare che esso si rivolge a soggetti, quali le società con azioni quotate in borsa, già soggette alla disciplina del Codice Civile, del Testo Unico della Finanza, nonché alle numerose disposizioni regolamentari emanate da una pluralità di soggetti.

18. Cfr. M. Onado, loc. cit.

19. A conferma di tale osservazione è opportuno osservare come si sia verificata una grave situazione di incertezza circa l'operatività delle norme del TUF in materia di OPA, che in concreto assicurano la contendibilità delle imprese quotate, a sua volta uno dei cardini dell'intera costruzione del TUF, a seguito della declaratoria di illegittimità, ad opera del Consiglio di Stato, del Regolamento Consob n. 11.971 del 14 maggio 1999, recante disposizioni di

Con felice annotazione si è sottolineato come una convinta adesione al Codice, e più in generale ad un sistema normativo che faccia dell'autoregolazione il perno della disciplina di organizzazioni che operano in contesti caratterizzati da elevate asimmetrie costituisca espressione di *self-interest* illuminato, e come al tempo stesso generi esternalità positive per l'intero sistema economico.²⁰

Il Codice di Autodisciplina nasce quindi con solide radici analitiche. Mentre dunque paiono porsi le premesse per il successo dell'iniziativa di autoregolazione, è opportuno avviare una riflessione sui suoi aspetti perfezionabili, e più in generale sul sistema di *corporate governance* delle società quotate italiane come è venuto delineandosi negli ultimi anni, anche in relazione al movimento internazionale di ripensamento dei meccanismi di governo delle imprese.

3. Il contenuto del Codice: aspetti salienti

Venendo al contenuto del Codice, dobbiamo innanzitutto notare come esso si rivolga in via preponderante ad aspetti tradizionalmente regolati dal diritto societario, cercando di arricchire l'insieme delle norme che disciplinano i rapporti interni alle società commerciali con disposizioni ispirate alle *best practices* nazionali ed internazionali, in relazione alle quali (seppure non sanzionabili in via diretta) tuttavia sia pos-

attuazione delle norme di legge in materia (cfr. Cons. Stato, ord. 1924/99 del 29 ottobre 1999, INA/Ass. ni Generali, inedita). La Consob ha poi posto rimedio a tale situazione, rivedendo il regolamento nello scorso mese di febbraio. Lo strumento regolamentare, che pure dovrebbe godere di maggiore flessibilità rispetto a quello legislativo, ha così mostrato come tale maggior rispondenza alle fluttuanti condizioni del mercato incontri il limite di procedure burocratiche complesse, che impongono comunque un ritardo temporale apprezzabile tra il verificarsi di shock esogeni e reazione dell'ordinamento.

20. L. Spaventa, "L'autoregolazione come espressione di *self-interest* illuminato e i problemi di *governance* delle società quotate", ora in *Notizie di Politeia* 57/2000, p. 123.

sibile osservare e verificare il grado di ottemperanza degli operatori.

L'area sulla quale il Codice è maggiormente ricco di indicazioni è quella riferita al funzionamento del consiglio di amministrazione; anteriormente alla sua approvazione le uniche norme del nostro ordinamento che disciplinassero in qualche modo il funzionamento dell'organo amministrativo erano limitate a pochi articoli del codice civile.²¹ Disposizioni in materia brillano per la loro totale assenza pure nel citato Testo Unico, come è stato sottolineato da autorevoli commentatori.²² Il Codice recepisce sull'argomento la prassi internazionale 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,²³ cui affida-

21. Il riferimento è limitato, sostanzialmente agli articoli 2.381 (che stabiliscono la possibilità di delegare alcune funzioni di competenza del consiglio a singoli amministratori o a gruppi di loro, che costituiranno il c.d. comitato esecutivo), 2.388 (quorum costitutivi e deliberativi del consiglio), 2.390 e 2.391 (divieto di concorrenza e divieto di partecipare alle deliberazioni in relazione alle quali si versi in conflitto di interessi).

22. "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 da modifiche legislative concernenti il consiglio 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, ora in AA. VV., *La Riforma delle Società Quotate*, Milano, 1998, p. 354).

23. Le esemplificazioni di cui al Codice sono relative al comitato che vagli le proposte di nomina alla carica di amministratore, rendendo trasparenti i criteri di scelta, di cui all'articolo 7.2, e a quello per la fissazione delle politiche di remunerazione ai manager di cui all'art. 8.1 (il suggerimento implicito, evidentemente, è quello di individuare meccanismi di retributivi che sappiano fornire alle persone cui spetta il controllo degli affari sociali i giusti incentivi,

re compiti specifici, sui quali rispondano al plenum del consiglio²⁴ e all'assemblea dei soci. Grande risalto viene inoltre dato alla presenza di amministratori indipendenti,²⁵ 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".²⁶ Per

legando i compensi alla *performance* della società). Viene prevista inoltre la creazione di un comitato per il controllo interno, in relazione al quale si veda la nota 27.

24. Ricordiamo che a norma di legge (il riferimento è all'articolo 2.392 del Codice Civile), la responsabilità degli amministratori è collegiale: ciascuno di essi risponde per le inadempienze addebitabili al consiglio, anche qualora si tratti di attribuzioni proprie del comitato esecutivo o di uno o più amministratori delegati, se non ha vigilato sul "generale andamento della gestione" o se, a conoscenza di atti pregiudizievoli per la società, non ha fatto quanto poteva "per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose". E' evidente quanto la indeterminatezza di tali espressioni si rifletta negativamente sul disegno di un sistema che sappia offrire ai singoli adeguati incentivi in relazione alle effettive responsabilità assunte; la maggior articolazione dei compiti suggerita nel Codice è allora congruente con un "mercato delle capacità imprenditoriali" più efficiente, dove è più difficile che il gestore del patrimonio sociale possa essere chiamato a rispondere per colpe di altri, e dove quindi sono sufficienti remunerazioni più basse, essendo minore il "rischio" contro il quale gli amministratori devono essere indennizzati. Tali circostanze si riflettono con tutta evidenza in un maggior benessere per gli investitori, che potranno appropriarsi di una porzione maggiore di utili societari, a parità di altre condizioni.

25. Per ampi riferimenti alla funzione e al ruolo degli amministratori indipendenti in altri ordinamenti confronta, oltre a "Aspetti generali della riforma del *corporate governance*: profili comparatistici" (citato alla nota 1), M. Colombara, "Le regole di *corporate governance* nel Regno Unito: il *Cadbury Committee* e il *Greenbury Committee*", in *Rivista delle Società*, 1992, p. 538.

26. Un ulteriore rischio, come in tutti i casi di rapporti tra un *principal* (gli amministratori indipendenti, che vigilano sugli altri a tutela dell'interesse sociale) disinformato, ed un *agent* dotato di notevoli

contro la valorizzazione del loro ruolo consentendo di anticipare notevolmente il momento del controllo sulla gestione, che viene portato all'interno dell'organo decisionale.

Tralasciando in questa sede le ulteriori disposizioni di dettaglio che concernono in particolare la funzione di controllo,²⁷ è opportuno accennare brevemente alle parti del Codice che si riferiscono al trattamento delle informazioni inerenti l'attività societaria. Questo aspetto riveste importanza fondamentale in relazione ad uno strumento normativo la cui sanzionabilità riposa essenzialmente, come visto sopra, sull'effetto reputazione e quindi sulla verificabilità dei comportamenti interni all'organizzazione; più in generale, la possibilità che l'autonomia privata, dando luogo ad una competizione di mercato tra i diversi assetti organizzativi, che selezioni i più efficienti, consenta l'evoluzione verso sistemi organizzativi "virtuosi" è legata alla possibilità che l'informazione circoli rapidamente e senza significative distorsioni. Alla luce di queste considerazioni si deve sottolineare come la disciplina dell'informazione societaria si ponga, rispetto alle norme di altra natura viste sopra, come un presupposto logico al loro corretto funzionamento. Non stupisce

risorse, oltretutto di informazioni riservate (gli amministratori delegati), è che si verifichino episodi di collusione e di "cattura" dei primi da parte dei secondi. Fondamentale sarà in proposito il sistema di remunerazioni e penalizzazioni in cui entrambe le categorie di soggetti si troveranno ad operare; per una discussione generale dell'argomento, con particolare riferimento al caso delle "reti sovrappontenti o interconnesse di relazioni principale-agente" (cfr. A. Petretto, *Mercato, Organizzazione Industriale e Intervento Pubblico*, Bologna, 1993, p. 304).

27. Di particolare interesse si rivela in proposito l'articolo 10 del Codice, che propugna l'istituzione, in seno al consiglio di amministrazione, di un comitato per il controllo interno, "con funzioni consultive e propositive, composto da un numero adeguato di amministratori non esecutivi"; la funzione di tale comitato si pone come radicalmente alternativa al controllo esterno esercitato a norma di legge dal collegio sindacale. Internalizzando la funzione in seno al consiglio di amministrazione, viene esaltata lo scopo del comitato come garante dell'efficienza e dell'integrità delle procedure aziendali.

quindi che essa, oltre ad essere oggetto di numerose disposizioni di legge e dell'autorità di vigilanza del mercato, sia ora oggetto di "autodisciplina" da parte degli estensori del Codice. Questi in particolare sottolineano l'opportunità di creare vere e proprie "procedure interne" per il trattamento di dati e documenti riguardanti la società, al cui rispetto sono chiamati tutti i responsabili,²⁸ nonché di stabilire un rapporto continuativo con i diversi destinatari dei flussi informativi, primi tra tutti soci e investitori istituzionali. Tale rapporto deve essere improntato al rispetto delle procedure di cui sopra e alla "comprensione dei reciproci ruoli"; è presente negli estensori del Codice la preoccupazione di evitare comportamenti collusivi tra la società e soggetti, come gli intermediari finanziari, in grado di influenzarne la quotazione borsistica.²⁹

4. Questioni aperte

La presentazione al mondo economico del Codice di Autodisciplina, giunta tra l'altro in un momento di verifica del primo periodo di applicazione della legge Draghi,³⁰ se certamente ha contribuito al consolidamento di un sistema normativo pluralista e flessibile, ha posto ulteriori interrogativi che ancora non trovano risposte soddisfacenti, indicando così la direzione per

28. Tali disposizioni sono previste dall'articolo 6, "Trattamento delle informazioni riservate", il quale fa speciale riferimento alle informazioni c.d. *price sensitive*, ovvero a quelle foriere di influenzare in maniera diretta e notevole il corso dei titoli azionari, e che come tali pongono particolari esigenze di tutela della parità di trattamento tra gli investitori, al fine di evitare che alcuni di loro si avvantaggino a danno di altri grazie allo sfruttamento di notizie non ancora di dominio pubblico (è il fenomeno dell'*insider trading*, alla repressione del quale sono dedicate anche norme di natura penale, l'inefficacia delle quali tuttavia è da tempo all'attenzione degli studiosi).

29. Come si legge nel commento all'articolo, la disposizione in commento "mira a ricordare che il dialogo con gli investitori istituzionali non deve dar luogo a comunicazioni su fatti rilevanti, anticipate rispetto al mercato".

30. Il D. Lgs. 21 febbraio 1998, n. 58, è entrato in vigore il 1° luglio 1998.

ulteriori sviluppi di un ordinamento che goda delle caratteristiche indicate in premessa.

In questa sede, piuttosto che sugli aspetti specifici, pare opportuno delineare, in via preliminare e a scopo esemplificativo, alcune aree di discussione.

In primo luogo è opportuno prevedere — per far sì che meccanismi basati sulla reputazione possano esplicitare pienamente la loro efficacia prescrittiva — la possibilità che l'integrazione tra strumenti normativi giuridici ed extra-giuridici possa poggiare su più solide fondamenta: una via percorribile in questo senso è quella del recepimento negli statuti societari (al tempo stesso coercibili e flessibili) di parte delle norme di autodisciplina.³¹

Una seconda questione da approfondire riguarda il "perimetro" delle materie prese in considerazione nel Codice di Autodisciplina delle Società Quotate: mentre tradizionalmente la regolamentazione giuridica del governo di impresa si è concentrata sull'interazione tra un limitato spettro di soggetti (tipicamente soci, amministratori, "controllori interni"), un ordinamento che faccia proprio il nuovo approccio alla *corporate governance* sopra indicato deve includere e risolvere in maniera sistemica una più ampia gamma di questioni, aprendosi con decisione all'articolato mondo degli *stakeholders* (ad esempio è immediato notare che nella versione attuale del Codice non è fatta alcuna menzione dei rapporti con lavoratori, clientela e ambiente circostante).³² Una strada possibile è quella di concepire un sistema integrato di strumenti di *governance*, dove il Codice di Autodisciplina sia affiancato e completato, oltre che dai più tradizionali strumenti del diritto societario (come statuti che sfruttino appieno gli spazi di autonomia concessi dalla riforma Draghi, regolamenti di assemblea,

ecc.), da ulteriori strumenti, quali ad esempio codice etico e bilancio sociale.

Una ulteriore area di approfondimento riguarda la metodologia di valutazione di tali strumenti, sia intesi singolarmente che come componenti di un più articolato sistema di *governance*: sotto questo profilo è agevole notare che le norme di *default*³³ predisposte dal legislatore godono di una notevole forza di attrazione, già oggetto di studio in letteratura,³⁴ indipendentemente dalla loro bontà ed efficienza. La diffusione e l'efficacia di strumenti di autoregolazione postula il superamento di ostacoli notevoli, che non sono solo culturali.³⁵ Un importante

33. Come è noto, la dottrina giuridica distingue tra norme inderogabili, o cogenti, e derogabili, o dispositive: queste ultime sono definite come "norme la cui applicazione può essere evitata mediante un accordo degli interessati". Si usa poi individuare una ulteriore categoria di norme, quelle suppletive, "le quali sono destinate a trovare applicazione solo quando i soggetti privati non abbiano provveduto a disciplinare un determinato aspetto della fattispecie, in relazione al quale sussiste dunque una lacuna, cui la legge sopperisce intervenendo a disciplinare ciò che i privati hanno lasciato privo di regolamentazione" (A. Torrente e P. Schlesinger, *Manuale di Diritto Privato*, 16ª ed., Milano, 1999, p. 19). La distinzione tra norme dispositive e suppletive, come si vede, è piuttosto sottile, e non rileva ai fini della presente trattazione; per questo motivo indicheremo indistintamente come norme di *default* quelle che possono essere liberamente derogate dai privati, e che troveranno applicazione solo ove gli interessati non abbiano inteso regolamentare diversamente la fattispecie oggetto del loro accordo.

34. Vedi *infra*, paragrafo 6.

35. Il punto è stato colto nella sua complessità in un passo del recente lavoro collettivo dell'Associazione D. Preite, 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

31. E' la proposta avanzata da P. G. Jaeger, loc. cit.

32. Tale osservazione è stata formulata da M. Draghi, loc. cit.

contributo alla loro accettazione da parte degli operatori potrebbe provenire dalla predisposizione, da parte di consorzi tra le imprese più "virtuose", di istituzioni indipendenti di *rating* (a questo proposito può farsi riferimento, istituzionalizzandola, all'iniziativa di Assonime, che ha effettuato un'indagine sull'attuazione della riforma Draghi a un anno dalla sua entrata in vigore, valutandone l'impatto sulle società quotate). In questo senso l'adesione e la corretta attuazione di un sistema di *corporate governance* articolato come suggerito sopra potrebbe essere più direttamente spendibile come vero e proprio "marchio di qualità" non solo sul mercato finanziario, come indice di affidabilità in base al quale gli investitori valutino a chi affidare il proprio denaro, ma anche su quello del prodotto,³⁶ quindi configurandosi come un vero e proprio fattore competitivo strategico.

Inoltre, si deve sottolineare la necessità che iniziative di autoregolazione come quelle qui in discussione riguardino tutti gli operatori presenti nel contesto interessato, nel nostro caso il mercato finanziario; il riferimento d'obbligo è agli intermediari, oggetto di notevoli interventi legislativi e regolamentari per quanto riguarda i profili della trasparenza, della stabilità e della correttezza operativa, che tuttavia, per i motivi sopra indicati, rischiano di avere scarsa effettività in ragione delle rilevantissime

'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" (*Rapporto sulla Società Aperta. 100 Tesi per la Riforma del Governo Societario in Italia*, Bologna, 1997, cit., pp. 53-54). Vedi inoltre *infra*, paragrafo 6, in particolare note 45-49 e testo relativo.

36. Cfr. in tal senso L. Spaventa, loc. cit.

asimmetrie informative inerenti all'attività da questi svolta.³⁷

Un ultimo profilo critico riguarda il fatto che iniziative collettive di autoregolazione, per loro stessa natura, presuppongono l'accordo tra soggetti per altri versi in competizione tra loro, ed in relazione ai quali la concorrenza svolge, o dovrebbe svolgere, un ineliminabile stimolo al perseguimento dell'efficienza gestionale; si pone quindi, almeno in astratto, il problema che strumenti come il Codice di Autodisciplina contribuiscano alla creazione di un clima che favorisca la collusione tra gli operatori economici, o addirittura che siano esse stesse configurabili come "intese restrittive della concorrenza". In proposito, si ricorda come il precetto comunitario configuri come tali (e sanzioni di conseguenza con la nullità) "gli accordi tra imprese, tutte le decisioni di associazioni di imprese e tutte le pratiche concordate (...) che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza".³⁸ Ora è indubbio che strumenti come il Codice di Autodisciplina siano idonei ad influenzare la valutazione che il mercato finanziario dà dei titoli e dei valori che le società che ad esso si conformano emettono per la negoziazione sui mercati dei capitali, ed anzi questa è la loro ragion d'essere. Sotto questo profilo, la sua adozione generalizzata può dare luogo a fenomeni di discriminazione verso quei soggetti che non ritengano di conformarsi ad esso, o che per i motivi più disparati non siano in grado di farlo; allo stesso modo si può osservare che, una volta che esso si sia diffuso, potrà configurare esso stesso un ostacolo sulla strada della ricerca di assetti organizzativi più effi-

37. Tale proposta è quella avanzata da M. Tronchetti Provera (già membro del Comitato estensore del Codice) in "Codici di autoregolazione, società quotate e mercato", *Notizie di Politeia* 57/2000, p. 135.

38. Cfr. l'articolo 85 del Trattato di Roma, che, in forza dell'espresso richiamo operato dall'articolo 1, quarto comma, e del disposto dell'articolo 2 della legge 10 ottobre 1990, n. 287, trova applicazione anche a livello nazionale.

cienti, per intuibili motivi di avversione al rischio degli operatori economici e di "attrazione" degli strumenti normativi, pur non obbligatori, disponibili. Alla stregua delle considerazioni sin qui svolte, pare tuttavia applicabile al caso in esame, come in generale ad altre iniziative analoghe, l'esimente, prevista dalla stessa norma, che fa salvi gli accordi e le pratiche concordate "che contribuiscano a migliorare la produzione o la distribuzione dei prodotti o a promuovere il progresso tecnico o economico".

Si tratta in ogni caso di una tematica ad oggi sostanzialmente inesplorata in letteratura, e sulla quale sarà necessario un attento approfondimento, che peraltro potrebbe giovare di interventi espressi da parte delle autorità anti-trust comunitarie e nazionali, chiamate a pronunciarsi in via preventiva sulla legittimità degli strumenti di autoregolazione concordati tra operatori che agiscono sullo stesso mercato.³⁹

In conclusione, si deve sottolineare che le osservazioni critiche proposte devono leggersi come uno stimolo al miglioramento dell'iniziativa, che appare come un significativo passo nella direzione di un sistema normativo efficiente, poiché, come è stato autorevolmente osservato, "una collaborazione efficace tra regolamentazione pubblica e privata è essenziale per la buona riuscita di qualsiasi sistema di governo societario".⁴⁰

5. Prospettive operative per le società quotate. Rinvio

In generale è innegabile che le società che intendano percorrere la strada di un governo societario più efficiente si trove-

ranno a dover operare su più versanti critici. Rinviando ad altri lavori⁴¹ per una disamina delle problematiche legate all'istituzionalizzazione dell'etica nelle imprese, di cui il Codice di Autodisciplina non rappresenta se non una specificazione, ci limitiamo in questa sede a brevi cenni circa i versanti sui quali la messa in pratica del Codice andrà sviluppata.

Il primo versante è interno alle società stesse: poiché è evidente che l'adozione in azienda di uno strumento di autoregolazione debba prevedere il coinvolgimento alla sua attuazione di chi in azienda è chiamato a dividerne principi e obiettivi, prima che a rispettarne le prescrizioni.

Il secondo versante è quello esterno che a sua volta si articola su due differenti livelli: da un lato l'implementazione di un sistema di *governance* deve essere accompagnata da un importante sforzo di comunicazione al mercato, che consenta all'azienda di godere di un beneficio di tipo mediato rispetto a quello della più efficiente gestione (obiettivo immediato), ma altrettanto importante, attraverso il *favor* di investitori istituzionali consapevoli della maggiore garanzia loro offerta dalle società che volontariamente si sottopongono a regole "virtuose"; d'altro canto, è attraverso il confronto tra esperienze analoghe, e quindi con le altre società quotate che aderiscono agli stessi principi, che si diffondono quella cultura e quei valori la cui condivisione costituisce un presupposto imprescindibile per il successo di strumenti normativi sanzionati esclusivamente da meccanismi di reputazione, che per loro natura possono svolgere le loro funzioni solo ove sia assicurata l'adesione di una massa critica di soggetti.⁴²

39. Cfr. K. J. Arrow, "Codici etici ed efficienza economica", 1973, trad. it. in *Etica degli Affari e delle Professioni*, 2, 1992, pp. 44-46 e I. Maitland, "I limiti dell'autoregolazione nel mondo degli affari", 1985, trad. it. in *Etica degli Affari e delle Professioni*, 2, 1992, pp. 46-54.

40. A. Cadbury, "Il Codice di condotta delle società quotate", *Notizie di Politeia* 56/1999.

41. Cfr. E. D'Orazio e L. Savoia, "Un codice etico per le imprese italiane", in *Etica degli Affari e delle Professioni*, 1, 1995, pp. 3-11.

42. Cfr. E. D'Orazio, "L'etica del servizio pubblico. Un'indagine empirica sull'introduzione dei codici etici d'impresa in Italia", in E. D'Orazio e S. Maffettone, op. cit., pp. 69-101; E. D'Orazio, "Carta dei servizi, codice etico e rapporto delle promesse. Nuovi strumenti per l'autoregolazione nei servizi

6. *Regolazione privata e fonti autoritative: quale equilibrio?*

Abbiamo sin qui esplorato i vantaggi che derivano dall'inserimento di crescenti spazi di autonomia normativa nell'ambito della disciplina delle organizzazioni complesse, prendendo come specifico riferimento il caso delle società commerciali. L'idea di fondo è che i privati siano in grado di individuare, attraverso la libera contrattazione, composizioni di interessi più efficienti di quanto potrebbe fare un legislatore lontano dal caso concreto e costretto, per ragioni intrinseche agli strumenti di cui dispone, ad imporre soluzioni caratterizzate da un alto grado di uniformità, perciò inadatte a trattare i casi particolari. In questo ambito strumenti normativi come il Codice di Autodisciplina potrebbero integrare in modo ottimale le norme di fonte legislativa: queste dovrebbero limitarsi dunque a individuare un modello standard di soluzione ai casi che possono darsi nella prassi economica, lasciando liberi gli operatori di servirsene o meno.

Il problema, così impostato, rischia di ingenerare la fallace impressione che la normativa di fonte autoritaria sia tendenzialmente superflua (ed invero la tesi è già stata avanzata in letteratura, sia pure con una forte carica provocatoria⁴³), dovendo essere confinata, oltre che alla regolamentazione di casi marginali, che rendono antieconomica una contrattazione *ad hoc*, alla disciplina dei rapporti in cui superiori interessi di natura generale impongono la scelta di composizioni di interessi definiti una volta per tutte dal sovrano. Se invece ci soffermiamo a riflettere sulla mutata funzione che la prospettiva di politica del diritto qui accolta assegna agli strumenti normativi di fonte autoritativa, ci accorgiamo che essi sono destinati comunque a mantenere una

assoluta centralità, anche una volta che sia stata pienamente accolta l'impostazione del problema che qui si sostiene.

Infatti, scendendo dal piano teorico a quello della prassi, possiamo con facilità individuare almeno due tipi di ostacoli all'esplicarsi di una piena autonomia contrattuale dei privati che vanno a sommarsi ai costi intrinseci alla contrattazione; questi sono le esternalità positive connesse al fatto di far ricorso ad assetti organizzativi già collaudati e i fattori psicologici di resistenza all'innovazione normativa. Per quanto riguarda le prime, è intuitivo che relativamente all'applicazione di norme che sono già state oggetto di notevole approfondimento da parte di giurisprudenza e dottrina, sarà molto minore l'incertezza circa il loro concreto funzionamento e circa le soluzioni a eventuali controversie relative alla loro applicazione, ciò che ovviamente non si dà per norme create *ad hoc* per regolare casi contingenti.⁴⁴

Quanto agli ostacoli psicologici all'innovazione normativa, studi empirici hanno dimostrato che vi è una naturale tendenza da parte degli operatori economici a sopravvalutare i pregi delle situazioni più familiari (c.d. *status quo bias*),⁴⁵ ovvero a ritenere oggettivamente più giusta la composizione di interessi già sperimentata (c.d. *anchoring bias*),⁴⁶ e che gode comunque

44. Cfr. C. Marchetti, "La *nexus of contracts theory* — Teorie e visioni del diritto societario", Milano, 2000, p. 147, ove si legge: "La sussistenza di esternalità positive può avere come esito l'abbandono della ricerca della soluzione ottimale attraverso lo strumento della deroga. Ciò capiterà ogni volta che i guadagni realizzabili in puri termini di efficienza eccedano i costi aggiuntivi che ogni singolarità normativa arreca in termini di certezza, conoscibilità ed armonizzazione del sistema".

45. Questa tesi è stata esposta per la prima volta da W. Samuelson e R. Zeckhauser, "Status quo bias in decision making", *Journal of Risk and Uncertainty* 1/1988, p. 7.

46. Sul punto vedi G. Northcraft e M. Neale, "Experts, amateurs and real estate: an anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, v. 39, 1987, p. 84.

pubblici", in N. Pasini (a cura di), *Le Carte dei Servizi*, Milano, 1999, pp. 185-210.

43. Cfr. B. Black, "Legal theory: is corporate law trivial? A political and economic analysis", in *Northwest University Law Review*, 1990, p. 542.

del più ampio seguito.⁴⁷ In proposito, ha osservato recentemente Amartya Sen, "conta anche la socializzazione del comportamento: adottiamo molte regole per imitazione e non per una personale riflessione morale, come già aveva notato Adam Smith".⁴⁸

Queste brevi riflessioni ci aiutano a comprendere quale potrebbe essere il rapporto più proficuo tra regolamentazione privata e regolamentazione pubblica, che non può essere inteso semplicisticamente in termini di mera sussidiarietà, ma deve necessariamente risolversi in una relazione più profonda. In particolare, in questo modello, l'autoregolazione è destinata a diventare, sia pure in via tendenziale, il banco di prova per soluzioni che il legislatore⁴⁹ possa fare propri. Poiché la disciplina di *default* offerta alle parti dall'autorità riveste comunque un ruolo centrale, diventa fondamentale l'individuazione dei criteri utili per fare in modo che tale disciplina corrisponda effettivamente alla soluzione efficiente cui le parti sarebbero approdate. Secondo questa impostazione, le esperienze di autoregolazione contribuiscono all'emersione della norma efficiente, ovvero di quella che le parti avrebbero adottato in assenza di costi di contrattazione, esternalità e ostacoli di altro tipo.

Se tuttavia volgiamo la nostra attenzione alle modalità operative con cui il legislatore, nel disegnare la già citata riforma

ma del 1998, ha inteso dare concretezza ad un ordinamento che sapesse conciliare interessi di ordine pubblico con la possibilità per i privati di ricercare l'assetto organizzativo più efficiente, non possiamo dirci pienamente soddisfatti. Le norme del Testo Unico della Finanza sono congegnate in modo tale che difficilmente alle previsioni che concedono ampia autonomia ai privati, attraverso l'utilizzo delle numerose possibilità di deroga alla disciplina dispositiva, si farà ricorso.

Tutte le disposizioni derogabili⁵⁰ infatti sono congegnate in modo tale che la norma suppletiva (quella che trova quindi applicazione in assenza di deroga da parte degli operatori) sia quella che assicuri il minimo di tutela della minoranza, o comunque della parte dispersa dell'azionariato, lasciando poi al concreto dispiegarsi dell'autonomia l'opzione se ampliare tale tutela o meno; la scelta del legislatore è fortemente indirizzata verso il mantenimento dello *status quo ante*.

L'impostazione di fondo del Testo Unico appare formalmente corretto; essa fa affidamento sul fatto che ogni società quotata, o meglio il gruppo di controllo di ciascuna di esse, sceglierà quell'equilibrio tra efficienza della gestione e tutela degli investitori che in concreto realizza il miglior *trade-off* tra costo privato derivante dalla redistribuzione di poteri a favore della minoranza e quota appropriabile dell'accresciuto livello di utili. Nel fare ciò essa terrà presumibilmente conto del fatto che, in un mercato dei capitali efficiente, un grado più elevato di tutela delle minoranze, rispetto a quello di *default*, favorirà un maggiore afflusso di capitali ad un costo inferiore, accrescendo il prodotto totale e quindi il

47. Questo tipo di dinamica è ampiamente analizzata in teoria dei giochi, sotto la definizione *herd behavior* (letteralmente, comportamento del gregge). Per una introduzione alla materia, cfr. "Elementi di teoria dei giochi non cooperativi", in appendice a M. Grillo e F. Silva, *Impresa, Concorrenza e Organizzazione*, Roma, 1994.

48. A. Sen, "Business ethics and economic success", relazione al convegno "L'etica degli affari nel nuovo millennio", svoltosi a Prato il 27 settembre 2000, ora in *Notizie di Politeia* 59/2000.

49. Meglio sarebbe dire l'autorità, con tale più ampia espressione indicando oltre al legislatore anche i tribunali, e più in generale tutte quelle istituzioni chiamate ad applicare od interpretare la legge in posizione sovraordinata rispetto ai privati, con la possibilità quindi di far ricorso a mezzi coercitivi per imporre l'osservanza delle proprie disposizioni.

50. Le si veda elencate alla nota 3. E' opportuno inoltre sottolineare che l'osservazione del testo è indipendente dalla "direzione" della redistribuzione di risorse operata qualora della possibilità di deroga offerta dalla legge si faccia uso. Le considerazioni svolte riguardano infatti la concreta possibilità che all'autonomia statutaria introdotta dal T.U. si faccia effettivamente ricorso.

benessere generale. Ebbene tale osservazione, certamente corretta se riferita alla visuale di un osservatore esterno che consideri l'aggregato di tutti gli attori societari, non è appropriata se ci poniamo nell'ottica dei singoli soci, o di quelle coalizioni omogenee per obiettivi e interessi. E' certamente possibile che essi conseguano, a seguito di modifiche statutarie che investono elementi qualificanti del rapporto sociale, delle perdite o dei benefici netti. Consideriamo a questo proposito proprio la situazione del gruppo di controllo; nell'ordinamento previgente esso deteneva un potere di disposizione del patrimonio sociale pressoché assoluto. Qualora consideriamo la situazione determinatasi a seguito dell'introduzione del Testo Unico, vediamo che l'esercizio degli spazi di autonomia statutaria in esso contenuti comporta una redistribuzione di poteri e facoltà che va unilateralmente a favore degli azionisti minoritari. Coloro che detengono il controllo quindi affronteranno una perdita di benessere diretta, immediata e certa, a fronte di un beneficio indiretto, futuro e incerto.⁵¹ Non sorprende quindi che l'introduzione di ampie facoltà derogatorie nel diritto societario sia stata accolta con scetticismo da parte della dottrina.⁵² Razionalizzando l'in-

51. Per essere più chiari, l'esercizio delle possibilità di deroga alle norme dispositive contenute nel Testo Unico, comporterà una redistribuzione di poteri a favore della minoranza azionaria. Il gruppo di maggioranza, che detiene il controllo, almeno nell'immediato, vedrà quindi con certezza diminuire il proprio benessere. Secondo l'ipotesi di efficienza del mercato dei capitali, al migliorare delle condizioni offerte ai risparmiatori, aumenterà l'offerta di capitali e diminuirà il loro costo; alla fine, l'accresciuta disponibilità di finanziamenti a basso costo migliorerà la redditività della società, e quindi i profitti, su cui i soci di controllo hanno un (sia pure ridotto) rispetto alla situazione precedente) elevato potere di disposizione. E' evidente tuttavia che tale accresciuto benessere appare futuro e incerto, a fronte di un sacrificio immediato e certo, evitabile semplicemente astenendosi dall'esercitare le facoltà di deroga alla disciplina di default stabilita dall'ordinamento.

52. Riportando lo scetticismo di G. Rossi, V. Buonocore ha osservato che "se scopo della *corporate governance* è di introdurre maggiori controlli

tuizione di questi autori, si può osservare come le disposizioni suppletive del Testo Unico creino situazioni di efficienza paretoiana;⁵³ coloro che dovrebbero dare avvio al processo di redistribuzione dei poteri, o il cui consenso è assolutamente necessario per realizzarlo, hanno scarsi o nulli incentivi a muoversi in tal senso.

In conclusione, quella sorta di selezione naturale che il mercato, a detta dei fautori della riforma,⁵⁴ dovrebbe operare

sugli amministratori, nessun amministratore per libera scelta vorrà essere controllato e si guarderà bene pertanto dal proporre all'assemblea le modifiche necessarie" ("Introduzione", in AA. VV., *La Riforma delle Società*, Milano, 1998, p. 53). Allo stesso modo R. Dabormida, commentando l'articolo 128, secondo comma, T.U., che consente allo statuto di fissare, per quanto riguarda la soglia di legittimazione a proporre la denuncia ex art. 2.409 c.c., quote di capitale inferiori a quelle fissate per legge osserva che "il significato di simile disposizione è incerto". Da un lato infatti la natura di interesse di ordine pubblico rivestita da quello tutelato dalla norma fa concludere certamente per il divieto di fissare soglie più elevate, dall'altro "ci si dovrebbe stupire se i soci al momento della costituzione della società si dovessero dichiarare propensi ad aumentare le situazioni di controllo da parte delle minoranze e quindi in ultima analisi ad agevolare le loro prerogative sovvertitrici, *in assenza tra l'altro di norme che tendano a favorire in qualche misura l'introduzione di simili clausole statutarie*" (in "La denuncia al tribunale", *ibidem*, p.366, corsivo aggiunto).

53. La teoria economica definisce pareto-efficiente, o pareto-ottimale (dal nome dell'economista Vilfredo Pareto) l'allocazione di risorse a partire dalla quale non è possibile effettuare scambi che accrescano il livello di utilità di almeno uno dei partecipanti allo scambio, senza diminuire quello di nessun altro. La situazione descritta nel testo è pareto-efficiente, in quanto non è possibile alcuna redistribuzione a favore degli azionisti di minoranza, o comunque dei piccoli risparmiatori, senza incidere sulla dotazione di risorse di coloro che detengono il controllo.

54. Cfr. M. Draghi, che illustrando la bozza di T.U. in Parlamento ha affermato che "nei mercati maturi anche le garanzie delle minoranze sono percepite dalle maggioranze come parte dell'ambito competitivo nel quale si valuta la loro capacità di attrarre risorse. E' infatti indubbio che il grado di tutela delle minoranze sia destinato sempre più a divenire in futuro un elemento concorrenziale tale da influenzare le scelte di investimento verso le imprese che assicurino meccanismi di partecipazione e coinvolgimento nella vita societaria competitivi" (Audizione, cit.).

sulle diverse soluzioni escogitate dagli operatori rischia di non veder mai la luce. In tale ipotesi il Testo Unico si vedrebbe privato di un importante banco di prova, ma soprattutto avrebbe fallito uno dei suoi principali obbiettivi, quello di porre il mercato finanziario nella condizione di svolgere efficacemente la sua funzione regolatrice della vita delle imprese.

Soluzioni diverse probabilmente avrebbero meglio tutelato il raggiungimento di tale obbiettivo; una avrebbe potuto essere potrebbe quella di prevedere disposizioni in grado di agevolare in vari modi l'introduzione di deroghe statutarie alle norme suppletive.⁵⁵ Un'altra, forse un po' provocatoria, soluzione sarebbe stata quella di capovolgere l'approccio adottato dal Testo Unico, prevedendo come norme di *default* quelle di maggior favore per gli azionisti minoritari, permettendone al tempo stesso una certa derogabilità a loro sfavore. Si avrebbe così un immediato incentivo per il gruppo di controllo ad attivarsi per ristabilire un equilibrio più favorevole ad una efficiente gestione, dando modo al mercato di dare il proprio giudizio, senza essere costretti ad anticiparlo *a priori*.

7. Conclusioni

Nel corso del presente lavoro abbiamo condotto una valutazione delle innovazioni nella disciplina delle società quotate; questa ha evidenziato come, soprattutto a partire dall'emanazione del Testo Unico della Finanza del 1998, si sia manifestata da parte del legislatore concreta attenzione verso il disegno di assetti normativi che consentissero, attraverso l'introduzione di maggiori spazi per l'esercizio dell'autonomia contrattuale dei privati, di pervenire ad un ordinamento più attento alle ragioni dell'efficienza.

Mentre questa tendenza si rafforza, come si evince dall'analisi dei progetti di legge allo studio del Parlamento, importanti iniziative di autoregolazione hanno contribuito a delineare le fondamenta di un sistema normativo pluralistico; il Codice di Autodisciplina delle Società Quotate, al di là degli aspetti perfettibili, rappresenta il primo importante esempio di uno strumento normativo di fonte privata capace di integrare la norma di legge.

Si è infine mostrato come, pure all'interno di un sistema pluralistico, le norme di origine pubblica mantengano la propria centralità.

55. E' la strada indicata da Dabormida, "La denuncia...", cit. *supra*, alla nota 52. Gli incentivi potrebbero consistere in primo luogo in alleggerimenti degli obblighi probatori, nelle controversie per

il risarcimento dei danni, per quei soggetti (pensiamo in primo luogo agli amministratori) che abbiano agito in un contesto caratterizzato da norme di maggior favore per la minoranza.