

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza Legale

**Diritto societario e competitività
in Italia e in Germania**

*Villa Vigoni (Como),
5-7 Luglio 2001*



Numero 56 - Luglio 2003

All'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge come banca centrale e organo di vigilanza, si accompagna, con crescente impegno, quella giuridica dei fenomeni creditizi e monetari e, più in generale, dei profili istituzionali dell'attività economica.

All'interno dell'istituto è attribuito alla Consulenza Legale, accanto alle funzioni contenziosa e consultiva, il compito di svolgere indagini e ricerche in materia giuridico-bancaria.

I "Quaderni di ricerca giuridica" intendono essere, nell'ambito della Banca d'Italia e del sistema bancario, strumento di diffusione di lavori prodotti prevalentemente da appartenenti alla Consulenza Legale e originati da ricerche di specifico interesse per l'Istituto.

I "Quaderni" riflettono esclusivamente le opinioni dei singoli autori e non intendono, quindi, rappresentare posizioni ufficiali della Banca d'Italia.

Comitato di Coordinamento:

VINCENZO CATAPANO, PAOLO ZAMBONI GARAVELLI, GIUSEPPE CARRIERO

**Diritto societario e competitività
in Italia e in Germania**

*Villa Vigoni (Como),
5-7 Luglio 2001*

Numero 56 - Luglio 2003

PARTECIPANTI

Carlo ANGELICI	<i>Università La Sapienza</i>
Theodor BAUMS	<i>Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main</i>
Magda BIANCO	<i>Banca d'Italia</i>
Fabrizio CAFAGGI	<i>Università di Trento</i>
Guido CAMMARANO	<i>Assogestioni</i>
Francesco CARBONETTI	<i>Università LUISS</i>
Pierluigi CIOCCA	<i>Banca d'Italia</i>
Vincenzo DESARIO	<i>Banca d'Italia</i>
Francesco FRASCA	<i>Banca d'Italia</i>
Giampaolo GALLI	<i>Confindustria</i>
Petra GERTS	<i>Studio Legale Patti</i>
Alberto HEIMLER	<i>Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato</i>
Klaus J. HOPT	<i>Max-Planck-Institut</i>
Christoph KASERER	<i>Universität Fribourg</i>
Peter KINDLER	<i>Ruhr-Universität Bochum</i>
Eva KNICKENBERG-GIARDINA	<i>Deutsch-Italienische Handelskammer, Milano</i>
Erich B. KUSCH	<i>Villa Vigoni</i>
Giulio LANCIOTTI	<i>Banca d'Italia</i>
Berardino LIBONATI	<i>Università La Sapienza</i>
Rupert LIMENTANI	<i>Deutsche Bank S.p.A.</i>
Antonio LOIZZO	<i>Banca d'Italia</i>
Sergio LUCIANI	<i>Banca d'Italia</i>
Giuseppe MEDRI	<i>Delegato della Banca d'Italia, Frankfurt am Main</i>
Stefano MICOSSI	<i>ASSONIME</i>
Giangiaco NARDOZZI	<i>IRS</i>
Marco ONADO	<i>Università degli Studi di Bologna</i>
Salvatore Lucio PATTI	<i>Studio Legale Patti</i>
Alessandra PEDRIALI-KINDLER	<i>Max-Planck-Institut</i>
Vincenzo RIZZITIELLO	<i>Banca d'Italia</i>
Renato RORDORF	<i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)</i>
Rüdiger von ROSEN	<i>Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt am Main</i>
Luigi ROVELLI	<i>Tribunale di Genova</i>
Reinhard H. SCHMIDT	<i>Johann W. Goethe-Universität, Frankfurt am Main</i>
Stefan SCHÖNBERG	<i>Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main</i>
Francesco SILVA	<i>Università Carlo Cattaneo</i>
Bruna SZEGÖ	<i>Banca d'Italia</i>
Michelino TARUFFO	<i>Università degli Studi di Pavia</i>
Aldo VENTURELLI	<i>Centro Italo-Tedesco Villa Vigoni</i>
Mark WAHRENBURG	<i>Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main</i>
Norbert WALTER	<i>Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main</i>
Roberto WEIGMANN	<i>Università degli Studi di Torino</i>
Ekkehard WENGER	<i>Universität Würzburg</i>
Paolo ZAMBONI GARAVELLI	<i>Banca d'Italia</i>
Giovanni ZANETTI	<i>CERIS - CNR</i>

INDICE

VINCENZO DESARIO	
Introduzione	11
REINHARD H. SCHMIDT	
Continuità e cambiamento nella <i>corporate governance</i> in Germania	17
KLAUS HOPT	
Società di capitali e <i>corporate governance</i> in Germania	29
GIOVANNI ZANETTI	
Competitività dell'industria italiana nella prospettiva europea.....	41
ROBERTO WEIGMANN	
Problemi e prospettive del diritto societario italiano	51
THEODOR BAUMS	
<i>Corporate governance</i> in Germania – sviluppi attuali.....	59
CARLO ANGELICI	
Progetti di riforma del diritto societario italiano.....	69
MARCO ONADO	
Regolamentazione e autoregolamentazione nel diritto societario italiano.....	77
APPENDICE	
REINHARD H. SCHMIDT	
Stetigkeit und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland	85
HANS HOPT	
Kapitalgesellschaften und Corporate Governance in Deutschland	99
THEODOR BAUMS	
Corporate Governance in Deutschland-aktuelle Entwicklungen	113

INTRODUZIONE

VINCENZO DESARIO

Sono lieto di associarmi al benvenuto rivolto dal Prof. Venturelli a tutti i presenti, ai quali porgo il mio più cordiale saluto. Il contributo all'organizzazione e la diretta partecipazione ai lavori del convegno testimoniano l'interesse che la Banca d'Italia attribuisce a questo incontro.

La Banca ha seguito con molta attenzione i lavori svolti per la revisione del diritto societario; ad alcune iniziative istituzionali ha preso parte direttamente dando il proprio contributo propositivo; in numerose occasioni ha sottolineato l'importanza del processo di riforma.

La presenza a questo convegno di esponenti autorevoli del mondo accademico, delle istituzioni e delle imprese è garanzia del buon esito dei lavori. La cornice dello scenario di "Villa Vigoni" rappresenta un piacevole corollario.

Il mercato unico, l'armonizzazione legislativa, l'introduzione dell'Euro, accrescono l'esigenza dei nostri Paesi di ricercare momenti di confronto e di dibattito. Le scelte istituzionali, economiche e regolamentari travalicano sempre di più i confini nazionali. L'azione degli stati membri dell'Unione Europea è al tempo stesso improntata alla reciproca competizione e alla coesione rispetto alle sfide provenienti dalle altre aree economiche mondiali (Stati Uniti, Giappone, Paesi emergenti).

Italia e Germania ricoprono un ruolo rilevante sia per il loro peso in termini economici sia per il contributo sul piano degli approfondimenti scientifici e della proposizione di modelli normativi.

Nel corso degli anni '90 ampie aree del diritto sono state oggetto di riforma. Un notevole processo di ammodernamento ha interessato, in particolare, il diritto societario.

In Italia nel 1998 è stato approvato il Testo Unico della Finanza che allinea agli *standard* internazionali i principi e le regole che governano società quotate e mercati regolamentati.

Nel 1999 il Comitato per la *corporate governance* delle società quotate, promosso dalla Borsa Italiana S.p.A., ha redatto un Codice di Autodisciplina.

Passi significativi sono stati compiuti per il più vasto universo delle società non quotate che, insieme alle imprese individuali, costituiscono la struttura portante dell'economia italiana. Nel corso della passata legislatura sono stati presentati in Parlamento due progetti di legge per la riforma del diritto delle società di capitali: uno governativo, che recepisce le proposte della Commissione Mirone, l'altro di iniziativa parlamentare. Essi, seppur con diversità di norme, sono volti a valorizzare l'imprenditorialità, ad ampliare gli ambiti della autonomia statutaria, a semplificare gli adempimenti, a disegnare una disciplina per i gruppi. È notizia di questi giorni che i due progetti, con qualche modifica, sono stati presentati al nuovo Parlamento.

Va inoltre ricordato che allo scadere della passata legislatura era stato proposto anche un disegno di legge governativo riguardante la disciplina delle società di persone, tratto dall'articolo redatto dalla Commissione per la riforma del diritto commerciale, presieduta dal Dott. Rovelli.

In Germania nel 1994 è stato semplificato il regime delle società per azioni con la previsione della "piccola società per azioni". Nel 1998 è stata promulgata la legge su "controllo e trasparenza delle imprese", sono state introdotte riforme concernenti le società di persone. Di recente è stata costituita una commissione governativa per la riforma del diritto societario e della *corporate governance*.

A questo punto è opportuno considerare il percorso già compiuto per valutarne i risultati, per trarne utili indicazioni, per riflettere sugli scenari futuri.

La particolare attenzione alla funzionalità del quadro ordinamentale deriva fra l'altro dalla minore disponibilità, a livello nazionale, di altri strumenti tradizionalmente utilizzati per sostenere lo sviluppo: cambio, tassi di interesse, leva della spesa pubblica. Nel contempo è progressivamente cresciuta la consapevolezza dell'importanza dello strumento normativo: l'esistenza di un insieme efficiente di regole che governano la vita dell'impresa diventa sempre più condizione essenziale per accrescere la capacità competitiva di un sistema.

La rilevanza del legame tra diritto e struttura economico-produttiva è stata approfondita sul piano sia teorico, sia empirico, e ha trovato significative conferme. Si stima che la diversità nella ricchezza delle nazioni moderne – nei livelli e nei ritmi di sviluppo del reddito pro-capite – risulti ampiamente “spiegata” (sino a 2/3) dalla diversa qualità delle regole che li disciplinano.

Con specifico riferimento al diritto societario e alla *corporate governance*, l'eterogeneità nella struttura finanziaria e nelle modalità di controllo delle imprese sarebbe da ricondurre alla diversa tradizione giuridica – con una supposta supremazia dei sistemi di *common law* rispetto a quelli di *civil law* – in particolare legata al grado di protezione apprestato in favore degli azionisti di minoranza.

Per quanto le verifiche empiriche non risultino sempre convincenti nella stima delle relazioni quantitative, esse confermano l'utilità di procedere in questa direzione: approfondire a livello teorico ed empirico il nesso tra diritto societario e competitività.

È ampiamente diffusa l'opinione che non esista un diritto ottimo per l'economia; si ritiene invece necessario un diritto coerente con la struttura e con l'evoluzione economica e produttiva di ciascun paese.

Il sistema italiano si caratterizza per la prevalenza di piccole e medie imprese, la concentrazione della proprietà, il consistente ricorso all'indebitamento bancario, la diffusione di gruppi piramidali e distretti industriali, la specializzazione settoriale. Questo modello – che ha contribuito in maniera determinante alla crescita del Paese – presenta alcuni vantaggi: bassi costi informativi e del monitoraggio, elevata flessibilità.

Oggi, tuttavia, i numerosi cambiamenti intervenuti nel contesto esterno spingono verso una dimensione d'impresa più elevata, un rapporto più equilibrato nelle fonti di finanziamento tra credito bancario e ricorso diretto al mercato, un sistema più efficiente di formazione e selezione delle competenze manageriali, un inserimento più ampio nei settori trainanti dell'economia, un maggiore impegno nella ricerca.

Il sistema tedesco condivide con quello italiano alcune problematiche, seppur con profili in parte differenti: dimensione media delle imprese più elevata, maggiore peso nei settori *hi-tech*, più intensa presenza di lavoro qualificato.

Considerato nel suo insieme, il sistema continentale si connota per la scarsa contendibilità del controllo, la “proprietà concentrata”, la centralità del ruolo delle banche e del fattore lavoro. A esso si contrappone quello di matrice anglosassone “a proprietà diffusa”, con accentuato sviluppo del “*market for corporate control*”, forte attivismo degli azionisti nella difesa dei diritti patrimoniali e di controllo, più radicata convinzione che obiettivo primario delle imprese sia massimizzare il valore per gli azionisti rispetto agli interessi degli altri *stakeholders*, aspetti sui quali il diritto societario incide in maniera determinante, condizionando la capacità competitiva delle imprese.

L'importanza dell'analisi della competitività delle imprese italiane e tedesche, delle scelte in materia di diritto societario che su di essa influiscono, è accentuata dal processo di creazione in Europa di un mercato unico che abbraccia Stati con regole differenti: modello che in qualche modo si confronta con quello degli Stati Uniti d'America.

Non è questa la sede per discutere delle possibili analogie e differenze – queste ultime in verità più marcate – ma certamente per sottolineare che anche in ambito europeo è presente uno spazio per una competizione tra ordinamenti.

Il processo di creazione dell'Unione Europea, ispirato al principio della “sussidiarietà” e realizzato in larga misura attraverso gli strumenti della “armonizzazione” e del “mutuo riconoscimento”, rende possibili forme di “*forum shopping*”. La sentenza “Centros Ltd.” della Corte di Giustizia Europea sembra confermarne l'ammissibilità (1).

La scelta tra armonizzazione e differenziazione degli ordinamenti nel campo del diritto societario non è di facile soluzione; a ciascuna opzione si ricollegano costi e benefici. L'armonizzazione favorisce la creazione di un mercato unico attraverso regole uniformi; ma trascura in parte le differenze; impone significativi costi di adattamento. La differenziazione consente di ritagliare gli ordinamenti in maniera più confacente alle specifiche esigenze, ma espone gli operatori a maggiori costi di transazione. Quale la scelta ottimale in presenza di significative differenze di lingua, tradizioni culturali e struttura economica in ambito europeo? Quale la scelta ottimale in relazione ai soggetti destinatari della disciplina, e in particolare alle differenti esigenze di tutela dei diritti dei finanziatori nel caso delle società chiuse e di quelle che fanno ricorso al mercato dei capitali?

Per stimolare la capacità competitiva delle imprese, soluzioni adeguate e coerenti vanno ricercate sul piano del diritto e dell'economia. Gli operatori economici, persone fisiche o società, reagiscono all'intero impianto di restrizioni e sollecitazioni che caratterizzano il sistema. La concorrenza è una condizione essenziale per lo sviluppo e la crescita: essa crea *ex-ante* gli incentivi e seleziona *ex-post* le scelte vincenti. Essa deve poter agire nel mercato dei prodotti, dei servizi e dei fattori produttivi, così come nel mercato del controllo societario e in quello delle regole.

Italia e Germania appartengono alla stessa tradizione giuridica: confrontare il diritto societario dei due Paesi è un esercizio complesso, ma agevolato da una sostanziale omogeneità di fondo. Maggiore cautela è richiesta se il raffronto si estende ai paesi di *common law*. Quando si ricercano in quegli ordinamenti norme analoghe a quelle vigenti nei nostri Paesi senza trovare corrispondenza, non si può concludere per l'irrelevanza o la vetustà delle nostre regole se non dopo aver individuato, e adeguatamente analizzato, gli strumenti, non necessariamente normativi, che assolvono alle stesse funzioni. Per altro verso, il “trapianto” di regole che non appartengono alla nostre tradizioni, potrebbe esporre i nostri sistemi a pericolose e costose crisi di “rigetto”.

L'Europa ha bisogno di un'ampia riflessione sui contenuti e sugli obiettivi dell'analisi economica, giuridica, segnatamente del diritto comparato, sul ruolo e sulle competenze della funzione giurisprudenziale, sulla formazione accademica e professionale. Il processo, essenzialmente culturale, richiede tempo. La nostra tradizione giuridica, consolidata e prestigiosa, non deve costituire un ostacolo all'evoluzione normativa. Deve rappresentare il valore aggiunto da porre al servizio della ricerca delle migliori soluzioni atte a stimolare la capacità competitiva dei nostri sistemi economici.

(1) Corte di Giustizia Europea 9 marzo 1999, causa C-212/97, Centros Ltd. La Corte ha dichiarato illegittima la condotta dell'ufficio del registro danese che aveva negato l'iscrizione nel registro delle imprese ad una succursale di una società operante esclusivamente in Danimarca ma formalmente costituita in Inghilterra con il fine dichiarato di eludere il requisito del capitale minimo.

**CONTINUITÀ E CAMBIAMENTO
NELLA CORPORATE GOVERNANCE IN GERMANIA**

EINHARD H. SCHMIDT

1. Delimitazione del problema: continuità e cambiamento – **2.** In che cosa consiste il “problema della *corporate governance*” – **3.** La *corporate governance* come sistema – **4.** Sistemi di *insider control* e sistemi di *outsider control* – **5.** Il sistema tedesco di *corporate governance* ed il confronto con altri sistemi – **6.** La dinamica con cui si sviluppano i sistemi di *corporate governance*.

1. Delimitazione del problema: continuità e cambiamento

Il mio argomento, continuità e cambiamento nella *corporate governance*, è molto vasto. È pertanto necessario che lo circoscriva in qualche maniera. Prima di tutto mi vorrei limitare agli aspetti economici dell'argomento, cioè alla questione dei meccanismi di funzionamento e dei loro probabili effetti. Secondo, vorrei limitarmi essenzialmente allo sviluppo della *corporate governance* in Germania. E infine vorrei restringere ulteriormente il campo rappresentando soltanto i tratti fondamentali di una mia tesi rispetto alla continuità e il cambiamento nella *corporate governance*.

La mia relazione inizia con l'interpretazione del titolo. Che cosa significhino le parole "continuità" e "cambiamento", è probabilmente abbastanza chiaro. Meno chiara è la domanda, a che cosa si riferisce nel caso concreto l'affermazione che la *corporate governance* è caratterizzata più dalla continuità o dal cambiamento. Ci sono tre risposte a questa domanda. La prima è che esistono numerosi fattori rilevanti all'interno della cosiddetta *corporate governance*, dei quali si può dire che essi sono piuttosto stabili e presentano una notevole continuità oppure che attualmente sono soggetti al cambiamento. I singoli fattori e le domande ad essi collegate sono trattati – almeno così mi sembra – soprattutto dai nostri colleghi giuristi. E non c'è dubbio che si tratta di un campo in cui esistono moltissimi cambiamenti.

In secondo luogo, si potrebbero esaminare la continuità e il cambiamento in relazione alle principali opinioni sulla *corporate governance*: che cosa si pensa – oppure che cosa pensano alcuni soggetti specifici come il *management* o il legislatore – delle questioni della *corporate governance*? I relativi *leitmotiv* politici sono stabili o piuttosto soggetti al cambiamento? Anche in questo settore delle opinioni io noto grandi cambiamenti. Oggi le questioni della *corporate governance* sono considerate, ad esempio, molto più importanti rispetto a qualche tempo fa, e si fa sempre più largo l'idea che una "buona" *corporate governance* debba tener conto maggiormente degli interessi degli azionisti delle grandi aziende. Ma non vorrei parlare neanche di questo aspetto.

Vorrei invece occuparmi di un terzo aspetto dell'argomento, cioè della questione se, in relazione all'idea di una struttura di base economica della *corporate governance*, esista più continuità o più cambiamento. Esiste una tale struttura di base economica? Ed esistono strutture tipiche nei vari paesi e quindi magari anche una struttura di base specificamente tedesca? E ancora, di questa si può forse dire che essa resta sostanzialmente uguale oppure si conferma piuttosto l'impressione che si evince studiando gli avvenimenti, le notizie e i relativi discorsi scientifici e politici degli ultimi anni, cioè che anche in Germania questa struttura di base sia fundamentalmente cambiata?

2. In che cosa consiste il "problema della corporate governance"

Quello della *corporate governance* è un tema che può essere interpretato in molti modi diversi. Pertanto la comprensione reciproca qualche volta è difficile non soltanto a livello interdisciplinare, ma anche internazionale. Vorrei pertanto servirmi di due distinzioni terminologiche usate nella relativa letteratura specializzata. La prima riguarda l'uso giuridico e quello non giuridico, oppure economico, del termine. Nella discussione pubblica in Germania e nella letteratura tedesca sull'argomento, il concetto di costituzione aziendale è inteso in maniera piuttosto ristretta: esso riguarda gli aspetti specificamente giuridici dell'argomento. Naturalmente nessuno, neanche i giuristi, affermerebbe che la tematica del "dominio" o del "controllo" aziendale si esaurisca negli aspetti e regolamenti giuridici. Proprio per questo, oltre al termine della costitu-

zione aziendale, dal significato piuttosto ristretto, esiste anche un termine ad interpretazione più larga, cioè il termine più economico della *corporate governance*. In seguito userò sempre questo termine, anche per sottolineare che non vorrei limitarmi ad aspetti e regolamenti giuridici.

Questa prima distinzione, però, non ci dice ancora granché sul contenuto di ciò che si esaminerà sotto un punto di vista giuridico oppure, appunto, non solo giuridico, ma sotto una molteplicità di aspetti rilevanti; e che viene o dovrebbe essere regolato grazie ad una serie di meccanismi diversi. Anche qui conviene distinguere tra due posizioni: una con un'interpretazione più ristretta e l'altra con una più larga. L'interpretazione più ristretta prevale nettamente nei paesi anglosassoni e nella letteratura specifica anglosassone oppure influenzata da essa. A questa posizione si contrappone una più tipica dell'Europa continentale, ma anche del Giappone, che definisce il tema e il problema in maniera più comprensiva.

Certamente esistono dei dissenzienti in entrambi gli schieramenti e alcuni di essi sono anche presenti qui in sala; ma in generale si può dire che la questione centrale trattata nella prassi e nella letteratura anglosassone riguarda il confronto tra un azionariato diffuso da una parte ed il *management* dall'altra. Questa letteratura è stata fondata negli anni '30 da Berle e Means e caratterizza tuttora la discussione attuale. E la questione principale è quasi sempre una sola: come si può indurre il *management* delle grandi società per azioni in cui le partecipazioni sono distribuite tra un elevato numero di azionisti, a comportarsi nell'interesse degli azionisti? Essendo questa la domanda, ci si occupa, quindi, del confronto tra gli azionisti e i *manager* incaricati della gestione aziendale e quindi anche della problematica del controllo. Naturalmente si tratta di un aspetto molto importante, ma limitarsi a questo singolo aspetto può anche essere problematico, o meglio: ridurre eccessivamente la complessità del problema, perché con la suddetta definizione del problema della *corporate governance*, si stabilisce già in partenza qual è il compito del *management*, cioè di fare in modo che siano promossi soltanto gli interessi degli azionisti, eventualmente anche a spese di altri, almeno finché ciò non è illegale. Sicuramente questa decisione su che cosa costituisce il problema è dovuta anche a ragioni giuridiche o ideologiche. Essa non si basa, però, tanto sulla priorità degli interessi di determinati soggetti quanto sull'idea economico-teorica di un regime di mercato purissimo con rapporti contrattuali e legali molto chiari. Naturalmente coloro che ritengono adeguata e giusta una tale posizione, non penserebbero mai che gli interessi di gruppi diversi dagli azionisti non contano; essi direbbero però che gli interessi degli altri soggetti sono assicurati sia da leggi e contratti sia dai mercati, e che chiunque ritenga che i suoi interessi non siano tenuti sufficientemente in considerazione, abbia la possibilità di abbandonare questi mercati a favore di altri.

Nell'altra tradizione della *corporate governance*, quella più tipica dell'Europa continentale e del Giappone, tutto ruota invece intorno a due domande principali. La prima: gli interessi di *chi* contano? La seconda: con quali mezzi istituzionali si può tener conto di questi interessi percepiti – e anche giudicati – come rilevanti e legittimi? Una questione centrale della *corporate governance* è pertanto anche quella del modo in cui possono essere equilibrati tra di loro gli interessi dei diversi gruppi – non solo degli *shareholder*, ma anche degli altri *stakeholder* – nelle grandi aziende. In questa prospettiva, il *management* ha un triplice ruolo. In primo luogo, esso è considerato uno dei diversi gruppi, i cui interessi ricoprono un ruolo nella politica aziendale, cioè un gruppo di *stakeholder*. Inoltre, però, il *management* rappresenta anche la controparte di tutti gli altri gruppi di *stakeholder* che hanno un interesse – e anche, in un certo senso, la possibilità – a indirizzare e controllare il *management*. Infine, al *management* compete un

ruolo di arbitro: esso può decidere – entro certi limiti – quali *stakeholder* favorire, e in quale misura, con le proprie decisioni, e quali invece no.

Le due diverse posizioni appena descritte possono essere riassunte nel modo seguente, dando allo stesso tempo due definizioni di *corporate governance*:

- Dal punto di vista anglosassone, la *corporate governance* è l'insieme dei meccanismi istituzionali e organizzativi grazie ai quali il *management* può essere indotto a comportarsi nell'interesse degli azionisti.
- Dal punto di vista tedesco, o dell'Europa continentale, e giapponese, invece, la *corporate governance* è l'insieme delle misure e dei meccanismi istituzionali e organizzativi che caratterizzano sia il modo in cui si possono prendere le decisioni importanti nelle (grandi) aziende, sia la questione, nell'interesse di chi esse sono prese.

3. La corporate governance come sistema

In seguito parlerò molto di sistemi. Il modo migliore per concretizzare il mio obiettivo di identificare la struttura economica di base della *corporate governance* e di occuparmi della questione della continuità e del cambiamento della stessa, è proprio quello di sottolineare il suo carattere di sistema. È pertanto necessario chiarire innanzitutto il termine “sistema”.

Un sistema non è semplicemente un insieme di “cose” che poi vengono definite come elementi; altrimenti sarebbe un gioco di parole poco utile per quanto riguarda il contenuto. Un sistema è piuttosto un insieme ordinato di elementi connessi ed in relazione tra di loro. Il fatto che questi elementi facciano parte di un sistema è interessante quando essi posseggono una caratteristica chiamata complementarità. La complementarità è un potenziale, cioè la possibilità che gli elementi assumano delle qualità specifiche che si rafforzano a vicenda nei loro effetti positivi mentre si attenuano nei loro effetti negativi. Dal punto di vista formale, ciò può essere definito molto precisamente. A questo scopo si usa il concetto matematico di supermodularità. Il modo in cui si manifestano le qualità specifiche degli argomenti di una funzione supermodulare dimostra ciò che, nel linguaggio comune, si indicherebbe come “sistemicità”. In parole semplici ciò significa che le qualità specifiche delle caratteristiche *possono* essere combinate tra di loro e che nel contesto specifico è anche importante se esse davvero *sono* combinate tra di loro.

Per illustrare un sistema di questo tipo si potrebbe usare l'esempio di un *puzzle*. I pezzi del *puzzle* sono gli elementi del sistema. Lo scopo del gioco consiste nel creare un'immagine più o meno bella. Il *puzzle* è fatto in maniera tale che gli elementi di un sottoinsieme sono *potenzialmente* combinabili tra di loro per formare una parte dell'immagine. Ma è chiaro che non necessariamente essi possono davvero essere attaccati uno all'altro, altrimenti il *puzzle* sarebbe banale. Quando i pezzi possono essere davvero attaccati tra di loro, allora l'insieme che nasce si chiama consistente. È possibile che un sistema di elementi complementari sia consistente.

Ma cosa centra questo con il tema della *corporate governance*? La mia tesi è che la *corporate governance* è un sistema di elementi complementari. Esso può essere consistente, ma non lo è necessariamente. Quando non è consistente, allora probabilmente il sistema non funziona bene oppure non è vantaggioso dal punto di vista economico.

La sistemicità nel senso di complementarità ed eventualmente consistenza è un concetto generale. Nella letteratura economica, esso è stato sviluppato confrontando il sistema di produzione americano con quello giapponese: *mass production system* versus *lean production*. I due sistemi sono “fondamentalmente diversi” ed entrambi possono essere ottimi e avere successo; ma la miscela di alcuni elementi dell’uno con alcuni elementi dell’altro determinerebbe quasi sicuramente un insuccesso economico. Michael Porter, grande studioso di strategie, scrive – usando però una terminologia diversa – che le strategie sono costituite di elementi complementari. Non esiste soltanto una strategia che promette successo; ma, secondo Porter, tutte le strategie di successo sono caratterizzate dal fatto che le qualità specifiche degli elementi complementari sono consistenti. Nei casi già descritti dei sistemi – potenzialmente consistenti – di elementi complementari, come in molti altri casi descritti nella letteratura recente, la sistemicità si ripercuote anche sul modo, in cui i sistemi cambiano o possono essere cambiati. Quando i *mix* di elementi provenienti da diversi tipi di sistema non sono consistenti, allora molto difficilmente si verificherà un passaggio graduale dalla qualità specifica di una caratteristica consistente a un’altra, ad esempio dalla *mass production* alla *lean production*. D’altronde una strategia di cambiamento di questo tipo non sarebbe nemmeno auspicabile. L’eventuale passaggio avviene del tutto, oppure non avviene per niente.

Queste considerazioni portano quasi naturalmente alla seguente domanda: in Germania abbiamo un sistema di *corporate governance* costituito da elementi complementari e inoltre consistente? Dove quindi le qualità specifiche delle caratteristiche assunte dagli elementi sono combinabili tra di loro, e che inoltre si distingue in maniera fondamentale da un altro sistema potenziale, anch’esso consistente? A me sembra che sia così. Secondo me – e non voglio nascondere che qui subentra inevitabilmente un elemento di valutazione soggettiva – si può considerare il sistema tedesco della *corporate governance* come un sistema che non tiene conto soltanto degli azionisti, cioè dei *shareholder*, ma che attribuisce un ruolo determinante anche al personale aziendale e ai creditori, e tra loro, naturalmente, non a qualunque creditore, ma alle banche. Nel sistema tedesco, questi *stakeholder* hanno una serie di possibilità istituzionalizzate di esercitare un certo potere e di salvaguardare i loro interessi, al di là dell’attuazione di contratti e leggi. Così essi influiscono in maniera determinante sull’orientamento di base della politica aziendale in un modo che non nuoce alla competitività delle aziende tedesche, ma la può addirittura favorire.

Ora dovrei forse soffermarmi un attimo sulla terminologia usata, perché qui sto usando il termine *stakeholder*; un termine piuttosto infelice con molti significati diversi. La mia interpretazione di *stakeholder* è la seguente: gli *stakeholder* sono coloro i cui interessi contano e vengono efficacemente *sostenuti*, ad esempio grazie alla possibilità di esprimere la propria opinione. Nella logica rigorosa di un’economia di mercato purissima, gli interessi che contano sono esclusivamente quelli dei consumatori. In una “vera” economia di mercato, però, i consumatori non hanno niente da *dire*, ma soltanto da fare. Il meccanismo del sistema di mercato fa sì che i loro interessi siano rispettati, anche se essi non hanno niente da dire. Qui invece e generalmente nella discussione sulla *corporate governance*, è molto importante la questione chi ha qualcosa da *dire*. I soggetti che hanno qualcosa da dire possono essere quelli i cui interessi sono in gioco, ma non necessariamente è così. I creditori che detengono obbligazioni aziendali, ad esempio, non hanno alcun ruolo nella *corporate governance* in Germania, cioè non sono in alcun modo attivi. Eppure le decisioni, sulle quali altri possono esercitare una certa influenza, li riguardano. Allo stesso modo non sono attivi nemmeno i piccoli azionisti. In questo sistema, essi sono interessati passivi, ma non partecipanti attivi.

4. Sistemi di *insider control* e sistemi di *outsider control*

Nella discussione internazionale, un sistema in cui il controllo e la ponderazione degli interessi si basano su una serie di meccanismi interni, cioè in cui più gruppi di interessati – anche se non tutti – sono anche in qualche modo partecipanti, è chiamato *insider control system*. In questo senso, il sistema tedesco è stato tradizionalmente un *insider control system*, e forse lo è tuttora. In sistemi di questo tipo, il *management* deve di fatto tener conto degli interessi di diversi *stakeholder*. Naturalmente gli interessi degli azionisti hanno un peso particolare, ma – ed è questo il punto fondamentale – gli azionisti non sono gli unici ad avere una certa influenza e un certo peso. La struttura di base del diritto societario tedesco fa del consiglio di sorveglianza un'istituzione potente, ma non certo investita di *supremacy*. Esso deve indicare al consiglio d'amministrazione quale strada intraprendere e deve controllare che il consiglio d'amministrazione faccia davvero ciò che gli è stato indicato. Ma nel sistema tedesco non esiste un ordinamento gerarchico. In accordo con il diritto societario, il consiglio d'amministrazione di una società per azioni gestisce gli affari "sotto la propria responsabilità". Ciò significa che esso deve ponderare i diversi interessi in un modo che alla lunga sia accettabile da tutti gli interessati.

Nel sistema tedesco della *corporate governance*, i partecipanti attivi sono interessati e gli interessati in gran misura, anche se non pienamente, partecipanti attivi. Per il funzionamento di un tale *insider control system* è decisivo non soltanto che siano ponderati gli interessi diversi dei singoli gruppi, ma anche che il consiglio d'amministrazione di una società per azioni sia davvero controllato in maniera efficace. Esso deve essere controllato in maniera tale da prendere decisioni economicamente coerenti, conservando l'interesse comune. Inoltre, nessuno dei gruppi primari di interessati deve perdere l'interesse nella cooperazione. Per dirlo molto chiaramente: quando i gruppi con un certo potere – i grandi azionisti, le banche ed i rappresentanti del personale – si mettono d'accordo tra di loro per decidere poi insieme al consiglio d'amministrazione che questi deve agire strettamente nell'interesse di questi tre gruppi, ciò non garantisce automaticamente che il sistema funzioni davvero. Potrebbe anche darsi che coloro che di fatto non hanno niente da dire, in una situazione di questo genere pensano di non essere tenuti abbastanza in considerazione, e se ne vanno.

L'altro sistema è l'*outsider control system*. Esso è un sistema dove, nel caso ideale, non esiste alcun agente attivo che si adoperi per salvaguardare i vari interessi. L'*outsider control system* corrisponde alla pura logica di un sistema di mercato nel quale tutto – la gestione del comportamento aziendale e manageriale nonché l'allocazione delle risorse – sia regolato tramite i meccanismi di mercato. In linea di massima, non esistono quindi agenti attivi. Anche in un'economia di mercato, però, la realtà è un po' diversa di com'è descritta nei libri di teoria economica. Nella pratica, il *management* delle aziende ha comunque una certa libertà decisionale, anche se ciò viola i principi della teoria purissima dell'economia di mercato, dove la concorrenza non lascia alcun margine di valutazione al *management*. Nell'*outsider control system*, però, il *management* ha una funzione unidirezionale. Tralasciando alcune finezze che qui non hanno alcun peso, è rilevante un solo obiettivo: *maximizing shareholder value*. Se è così, non esiste però alcuna ragione per equilibrare e ponderare gli interessi dei vari *stakeholder*. In fondo, nessuno dovrebbe controllare il *management*, il cui comportamento è determinato unicamente dai mercati, nel caso ideale dai mercati competitivi di fattori e prodotti e, se questi non bastano, dal *market for corporate control*.

5. Il sistema tedesco di *corporate governance* ed il confronto con altri sistemi

In Germania, il sistema di *corporate governance* certamente non è un *outsider control system*. In Germania esiste un sistema pluralistico, nel quale gruppi d'interesse identificabili possono esercitare una certa influenza e lo fanno davvero. Questa situazione corrisponde anche alle leggi e alla volontà politica. Ma che cosa ci vuole affinché questo sistema possa funzionare bene dal punto di vista economico, come in effetti sembra funzionare? Per rispondere a questa domanda bisogna distinguere due fattori: i partecipanti attivi e i meccanismi che rendono efficaci le loro azioni, ed eventualmente anche i loro discorsi.

Quali sono i gruppi distinguibili di *stakeholder* che possono assumere un ruolo attivo nella *corporate governance* tedesca? In primo luogo possono esserlo gli *shareholder*: piccoli azionisti e grandi azionisti come famiglie ricche, altri grandi azionisti, altre aziende, banche e altre istituzioni finanziarie, i *manager*, il personale, lo Stato e via dicendo. Di fatto, chi esercita una certa influenza da noi sono i grandi azionisti, le banche e il personale dell'azienda, o meglio i loro rappresentanti.

Poi: quali sono i meccanismi per esercitare concretamente una certa influenza, e di quali elementi essi sono costituiti? Non mi basta il tempo per fornire qui tutto l'elenco degli elementi di questi meccanismi. In generale, comunque, essi possono essere suddivisi in elementi che favoriscono l'intervento attivo ed elementi che facilitano invece il funzionamento del mercato, cioè favoriscono l'abbandono del mercato in caso di insoddisfazione, nel senso della nota distinzione di "abbandono e protesta" di Albert Hirschman. E poi, come sono connessi i gruppi d'interesse e i meccanismi con cui si può esercitare una certa influenza? Un sistema pluralistico, cioè con interessi molteplici, è un sistema in cui molti gruppi possono assumere un ruolo attivo e, a questo scopo, hanno bisogno di utilizzare, e in effetti utilizzano, numerosi meccanismi. E un *insider system* è un sistema in cui i meccanismi di intervento verbale sono molto, quelli di mercato invece poco sviluppati. Il sistema tedesco corrisponde grosso modo a un tipo di sistema della *corporate governance*, quello inglese ed americano all'altro. Ciò può anche essere provato empiricamente. Il grafico evidenzia i risultati di ricerche in proposito effettuate in Germania, Gran Bretagna e Francia. Il pallino nero significa che il relativo gruppo di *stakeholder* oppure il relativo elemento di un meccanismo ha molta importanza; un pallino bianco significa che ne ha poca; un pallino bianco e nero significa invece un'importanza media. Importanza in che senso? L'importanza che conta qui è quella relativa al funzionamento del sistema intero.

Ho detto che esistono due fattori rilevanti che caratterizzano un sistema di *corporate governance* e che si ripercuotono sul suo funzionamento economico. Il primo fattore è il modo in cui si influenzano a vicenda i meccanismi con cui vengono fatti valere gli interessi del personale, delle banche in quanto datori di credito e dei proprietari, in particolare dei grandi azionisti che in Germania sono spesso molto presenti e hanno un ruolo molto importante. Per il funzionamento di un sistema di *corporate governance* è molto importante che il modo in cui *un* gruppo fa valere i suoi interessi non cozzino contro il modo in cui lo fanno gli *altri* gruppi; perché solo così essi sono disposti a cooperare a lungo termine. Inoltre è importante che i modi di far valere i propri interessi siano ben sintonizzati, perché insieme i vari gruppi sono in grado di controllare il *management* e di fare in modo che esso non persegua soltanto gli interessi propri.

Questa sintonizzazione la si può dimostrare per i tre gruppi più importanti, cioè per il personale, gli azionisti – in particolare i grandi azionisti – e i datori di credito, in particolare le banche. A questo scopo bisogna far riferimento a una tipologia di influenza

basata sulla distinzione sopra accennata tra *insider control system* e *outsider control system*.

È possibile distinguere gli interessi degli azionisti in interessi che mirano più alla liquidità e interessi che mirano più all'influenza. Nell'*outsider control system* è importante per gli interessati, ma anche per il buon funzionamento del sistema, che gli investitori abbiano liquidità. Questo significa tra l'altro che essi non ricoprono alcun ruolo attivo nel controllo aziendale. Nell'*insider control system* vale invece il contrario. Per le banche in quanto datori di credito, la relativa alternativa è quella tra "*arm's length banking*" da una parte e "*relationship banking*" dall'altra. È evidente come questi due tipi siano attribuiti ai due sistemi di *corporate governance*. *Exit versus inside influence* è la corrispondente dicotomia per il personale come il terzo gruppo d'interesse.

I tre modi di salvaguardare i propri interessi sono combinabili tra di loro. Una possibile costellazione consistente è quella in cui nessun gruppo ha bisogno, cerca o possiede un'influenza interna determinante; dove nessun gruppo ha bisogno di vantaggi d'informazione rispetto ad altri, anche esterni, né li ottiene; e dove possibilmente i *manager* sono pilotati e controllati dai mercati, il che, grazie all'unidimensionalità dell'obiettivo, cioè l'orientamento allo *shareholder value*, è anche abbastanza facile da ottenere. Questo è il classico *outsider control system*.

L'altra costellazione consistente è quella in cui tutti e tre i gruppi hanno bisogno di e di fatto hanno un'influenza interna e informazioni interne. In questo sistema il *management* ha un compito molto complesso, perché esso deve bilanciare i vari interessi. È quindi possibile che esso sfrutti l'indefinitezza del compito per sottrarsi al controllo e perseguire eccessivamente i propri interessi. Per evitare ciò, il *management* va controllato e a questo scopo devono esistere *stakeholder* attivi, ma anche ben informati. Questa situazione esiste nell'*insider control system* appena descritto per ragioni immanenti, cioè come conseguenza degli interessi propri degli agenti.

Ora però vorrei ritornare al nostro precedente paragone con il *puzzle*, grazie al quale ho prima spiegato la concezione della consistenza di elementi complementari. Osservando i due sistemi qui messi a confronto, si può notare che c'è un sistema nel quale l'informazione viene esteriorizzata, nel quale vige un *outsider control* e nel quale i vari gruppi non hanno grossi legami tra di loro; nel quale l'obiettivo del *management* è semplice e univoco e pertanto c'è un bisogno ridotto di controllo. Si tratta del sistema anglosassone. È un modo possibile per ottenere la consistenza. E poi c'è l'altro opposto, quello dell'Europa continentale o giapponese, con le caratteristiche opposte. Entrambi i sistemi sono in sé coerenti e i loro elementi sono combinabili in relazione alle loro caratteristiche. Per restare nell'esempio: in uno dei due *puzzle*, gli elementi sono tondi, nell'altro quadrati. Ma è evidente che messi insieme – e non solo nel caso dei *puzzle* qui illustrati – gli elementi tondi e quelli quadrati non formerebbero un bel risultato.

6. La dinamica con cui si sviluppano i sistemi di *corporate governance*

Con lo stesso ragionamento ci si può spingere ancora un passo in avanti considerando i cambiamenti avvenuti nel corso del tempo. Nel nostro grafico è rappresentato il cambiamento verificatosi tra l'inizio degli anni '80 e la fine degli anni '90. Le sporgenze dei pallini indicano i cambiamenti. Se esse indicano verso l'alto, l'importanza del relativo fattore è aumentata; se indicano verso il basso, essa si è ridotta; se indicano verso destra in senso orizzontale, il significato non è cambiato.

Continuità ovvero cambiamento sono presenti quando la caratterizzazione del sistema non è cambiata ovvero è cambiata nel corso del tempo. Le risposte alle nostre domande – quali gruppi di *stakeholder* e quali meccanismi sono rilevanti, cosa significano il loro grado d'influenza e il modo di esercitarla eventualmente per il funzionamento del sistema complessivo – sono ancora le stesse di qualche tempo fa? Dal grafico risulta che in Germania e in Gran Bretagna, almeno fino a poco tempo fa, è nettamente prevalsa la continuità della struttura di base.

Come si spiega che sistemi di *corporate governance* come quelli della Germania o della Gran Bretagna tendono a cambiamenti minimi mentre altri sistemi come quello della Francia tendono a cambiamenti decisi? La risposta può essere data molto generalmente con riferimento alla loro sistemicità: sistemi di elementi che sono complementari tra di loro e allo stesso tempo consistenti riguardo alla qualità specifica delle loro caratteristiche hanno una tendenza molto ridotta al cambiamento, perché i cambiamenti gradualmente porterebbero, almeno per un periodo di transizione, a inconsistenze, determinando notevoli svantaggi funzionali e concreti svantaggi economici. Se ciononostante si verificano dei cambiamenti, presumibilmente questi dovrebbero essere piuttosto improvvisi, ma anche completi, in modo che la fase dell'inconsistenza resti più breve possibile. Pertanto le prove empiriche riguardanti la Germania, l'Inghilterra e la Francia non stupiscono più di tanto.

Ma in Germania il cambiamento strutturale è davvero così ridotto? O non è forse vero che la *corporate governance* tedesca si trova proprio ora in una fase di passaggio da un sistema piuttosto coerente di *insider control* con tanti grandi azionisti importanti, con la cogestione del personale, con il potere delle banche e con un'attività ridotta del mercato dei capitali in qualità di *market for corporate control*, a un sistema di *outsider control*, anch'esso piuttosto coerente in se stesso?

Il periodo di tempo al quale si riferisce il grafico con le sporgenze indicanti i cambiamenti non comprende il passato più recente. Cosa è cambiato in questi ultimissimi tempi? Sembra che i cambiamenti siano notevoli in tutto il sistema finanziario, e ciò vale soprattutto riguardo ai fattori che fanno parte direttamente o almeno indirettamente delle caratteristiche del sistema di *corporate governance*. Siamo in pieno passaggio alle norme internazionali di bilancio. Sono entrate in vigore il KonTraG e una serie di leggi di promozione del mercato dei capitali che indubbiamente hanno aumentato la trasparenza e rafforzato il ruolo del mercato dei capitali. Possiamo osservare una diminuzione della dipendenza delle imprese dalle banche grazie all'introduzione dell'euro. Si è verificato, almeno fino a marzo 2000, un boom dei titoli azionari e un incredibile aumento delle quotazioni in borsa nonché una *IPO-activity* mai conosciuta. È parzialmente cambiato il sistema pensionistico e alcune modifiche fiscali dovrebbero facilitare la frantumazione della "Germania SpA". Si sta discutendo su una legge delle acquisizioni moderna che dovrebbe togliere lo strapotere ai *manager*. Si è registrata una vera e propria euforia rispetto al tema dello *shareholder value*. Nel gennaio 2000, la Mannesmann è stata acquisita dalla Vodafone nel corso di un'operazione ostile, un precedente considerato da molti come una rottura degli argini che determinerà un fiume di ulteriori operazioni ostili. Tutto ciò ha l'aria di una fine drammatica del vecchio sistema, e sotto molti punti di vista sarebbe davvero auspicabile che fosse così.

Ma prendiamo alcuni punti dell'elenco dei cambiamenti sconvolgenti sopra riportato e poniamoci la seguente domanda: ciò che nel marzo scorso sembrava un passo essenziale verso il cambiamento strutturale, come lo vediamo oggi, nel luglio 2001? Oggi sappiamo che il *takeover* della legge delle acquisizioni nella legislazione tedesca non ha funzionato proprio bene. E ciò è abbastanza significativo. Evidentemente stiamo restando ancorati al vecchio sistema, anche a causa dell'opposizione del mondo politico

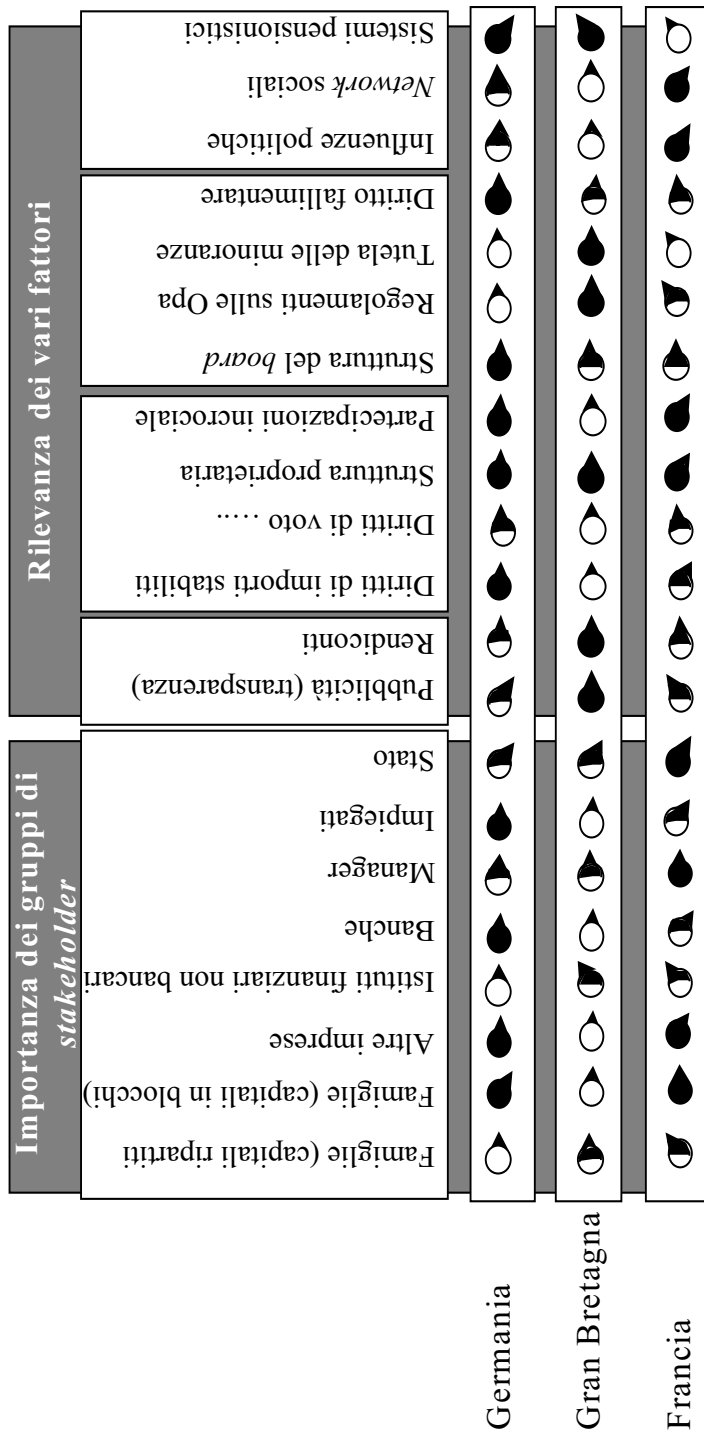
e di molti *manager*. Prendiamo un altro esempio: la riforma del sistema pensionistico. Quando sui giornali scrivono che presto avremo un sistema pensionistico di tipo anglosassone, ciò è abbastanza fuorviante. La quota con la quale il mercato dei capitali contribuisce alla previdenza per la vecchiaia aumenterà da quasi zero a molto poco, e basta. Si tratta di un cambiamento minimo, anche se importante, che comunque non è certo sufficiente per determinare un “cambiamento strutturale”. E l’argine che conteneva gli *hostile takeovers* è davvero rotto? Sì, è stato superato il pregiudizio che queste acquisizioni siano impossibili in Germania; ma il tanto evocato fiume di acquisizioni ostili non c’è stato.

Anche rispetto al tema specifico della costituzione aziendale possiamo constatare attualmente dei cambiamenti importanti. C’è un’attività notevole rispetto ai *corporate governance related guiding principles*, e in effetti un miglioramento generale in questo settore era più che maturo. Tra pochi giorni conosceremo il rapporto della commissione sulla *corporate governance*, costituita dopo il caso Holzmann. Cosa ci dirà in relazione alla mia domanda di continuità e cambiamento? I due *set* concorrenti di *guiding principles*, le direttive di Francoforte e quelle di Berlino, come li chiamerò brevemente, sono molto interessanti in merito. Entrambi contengono numerosi dettagli importanti ed utili. Ma le direttive di Francoforte non dicono niente, almeno non apertamente, sulla struttura di base della *corporate governance* in Germania. Si accenna al fatto – anche più di una volta – che ci vorrebbe una capitalizzazione di mercato molto più diffusa. Ma non si parla mai apertamente della cogestione, della divisione di consiglio di sorveglianza e consiglio d’amministrazione e della determinazione delle funzioni del consiglio d’amministrazione. Nemmeno le direttive del *Berliner Initiativkreis* dicono granché su questi argomenti concreti; in compenso ci si pronuncia molto chiaramente a favore del pluralismo, dell’autonomia dei *manager* e della loro responsabilità.

Il lunedì precedente a questo mio discorso, il giornale *Frankfurter Allgemeine Zeitung* ha riportato la conferenza stampa in cui il professor Baums ha presentato i risultati elaborati dalla Commissione sulla *corporate governance*. Ci si trova la frase: “Ci sono moltissime viti che vanno girate per cambiare qualcosa”. È vero, ed è importante che si registrino bene queste viti. C’è molto da cambiare. Ma anche registrando a dovere le viti, la struttura di base del sistema tedesco del controllo aziendale resterà la stessa. Non vorrei esprimere qui un giudizio in merito. Vorrei soltanto sottolineare che politici e giornalisti, parlando dei necessari lavori di restauro, farebbero meglio a non destare l’impressione che stiamo costruendo un edificio nuovo oppure affrontando comunque una ristrutturazione sostanziale. Perché sinceramente io non ne vedo i segni. I politici e i loro consulenti provenienti dal mondo della ricerca stanno cambiando le cose senza affrontare la domanda – almeno così sembra all’osservatore esterno – se, e per quale motivo, la struttura di base debba restare la stessa o se debba essere cambiata. Secondo me si può parlare di cambiamento – in opposizione alla continuità – soltanto se si affronta un cambiamento della struttura di base. In quel caso, però, bisognerebbe anche chiedersi quale struttura di base sia migliore, senza accontentarsi dei luoghi comuni che attualmente caratterizzano la discussione pubblica.

Il presente testo è la versione revisionata di un intervento tenuto nel luglio 2001 e riassume essenzialmente le tesi del saggio “Kontinuität und Wandel bei der Corporate governance in Deutschland”, pubblicato in “Neuere Ansätze der Betriebswirtschaftslehre – in memoriam Karl Hax”, edizione speciale n° 47 della rivista Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 2001, p. 61 – 84. Alcune osservazioni sono tratte anche dal saggio “Komplementarität und Finanzsystem” (insieme a A. Hackethal) del supplemento 15 “Neue finanzielle Arrangements: Märkte im Umbruch” della rivista Kredit und Kapital, 2000. Tutte le fonti rilevanti si trovano in questi due saggi. Benché la presente versione del testo sia stata revisionata dopo l’intervento orale, il testo rispecchia comunque lo stato delle conoscenze dell’autore del 6 luglio 2001, data dell’intervento originario.

Consistenza e stabilità dei sistemi di corporate governance



SOCIETÀ DI CAPITALI E CORPORATE GOVERNANCE IN GERMANIA

KLAUS HOPT

1 Elementi di un sistema di controllo aziendale a livello internazionale ed in Germania.
– **1.1** Il consiglio d'amministrazione e il consiglio di sorveglianza (*board*). – **1.2** Il personale e la gestione. – **1.3** Le banche. – **1.4** La borsa ed il mercato dei capitali. – **1.5** Il mercato del controllo aziendale. – **1.6** Pubblicità e revisione. – **2** Punti nevralgici e "viti di registrazione" della *corporate governance* interna in Germania. – **2.1** Valutazioni generali relative all'analisi dei punti deboli e alle riforme future. – **2.2** Attivazione degli azionisti. – **2.3** Ulteriori miglioramenti dell'attività di controllo. – **2.4** Revisori e formazione dei bilanci: brevi considerazioni. – **3** Punti problematici della *corporate governance* esterna in Germania.

Nei documenti d'invito a questo convegno inviatici dalla Banca d'Italia, c'era anche un riferimento agli studi tanto discussi di La Porta e altri, secondo cui esiste una correlazione tra lo sviluppo dei mercati finanziari e dell'economia da una parte e il grado di controllo aziendale e di tutela degli investitori dall'altra. In questo *ranking* – se lo si riconosce come valido, è un'altra questione – la Germania si trova in fondo alla classifica. Le critiche più importanti degli americani nei confronti del sistema tedesco sono le seguenti:

Nel confronto internazionale, il mercato finanziario tedesco è notevolmente sottosviluppato.

In Germania ancora non esistono né una legislazione né esperienze pratiche relative alle offerte pubbliche d'acquisto ostili; l'allodola Vodafone / Mannesmann non fa primavera.

Il consiglio di sorveglianza del *two-tier-system* tedesco è in ogni senso inferiore all'*unitary board* americano. La figura dei revisori non può compensare questo *deficit*, anche perché la loro indipendenza non è affatto scontata e non esiste un'istanza di controllo comparabile alla *Securities and Exchange Commission*.

La legislazione tedesca sulla formazione dei bilanci, che privilegia la tutela dei creditori rispetto a quella degli azionisti, non regge il confronto né con gli IAS né tantomeno con le US GAAP; perché chi conta davvero sono gli *shareholder*, veri padroni (*residual owners*) dell'azienda.

Che fine ha fatto lo *shareholder value* in Germania?

Le banche universali tedesche sono in ogni senso inferiori alle banche d'investimento americane.

La grande diffusione delle partecipazioni bancarie e l'elevato numero di rappresentanti bancari nei consigli di sorveglianza delle aziende sono controproducenti e addirittura dannosi. Ciò vale a maggior ragione per le partecipazioni incrociate ("circolari") tipiche della Germania, elemento che completa l'*insider system* nel controllo aziendale.

Tutta la legislazione societaria è troppo poco flessibile e ha urgente bisogno di *deregulation*. Il capitale sociale obbligatorio, le rigide norme sulla sottoscrizione, i sistemi antiquati di retribuzione manageriale, la complicata disciplina dei gruppi aziendali e, non per ultimo, la cogestione sono veri e propri fossili, di cui gli americani si meravigliano oppure – se si pensa alla competizione tra i sistemi – si rallegrano.

Cosa pensare di questi giudizi? È chiaro che in venti minuti non si può rispondere esaurientemente a questa domanda che riguarda sia il sistema in generale sia molti dei suoi elementi (1). Pertanto Vi ho portato un breve elenco di argomenti, suddiviso in 20

(1) Riflessioni più approfondite sul controllo aziendale tedesco si trovano in Hopt, "Das System der Unternehmensüberwachung in Deutschland", in: Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW), (Ed.), "Kapitalmarktorientierte Unternehmensüberwachung", Düsseldorf (IDW-Verlag), 2001, pp. 27-63; Hopt, "Corporate Governance: Experiences and Questions from Germany", in: M. Neville, K. Engsig Sørensen, (Ed.), "The Internationalisation of Companies and Company Laws, Copenhagen (DJOF) 2001, pp. 107-122. Riguardo all'Europa: Hopt, "Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa? – Überlegungen zum Einfluss der Wertpapiermärkte auf Unternehmen und ihre Regulierung und zum Zusammenwachsen von common law und civil law im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht" in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 2000, 779-818. A livello internazionale ed interdisciplinare: Hopt, "Corporate Governance: Aufsichtsrat oder Markt? – Überlegungen zu einem internationalen und interdisziplinären Thema", in: P. Hommelhoff, H. Rowedder, P. Ulmer, (Ed.), Max Hachenburg, Dritte Gedächtnisvorlesung 1998, Heidelberg (C.F. Müller) 2000, pp. 9-47; K.J.Hopt, H.Kanda, M.J.Roe, E.Wymeersch, S.Prigge, (Ed.), "Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research" Oxford (Clarendon) 1998, 1238 p.

tesi, steso in inglese per facilitare la discussione. Lo si potrebbe suddividere in tre parti: I. Elementi di un sistema di controllo aziendale; II. Punti nevralgici e “viti di registrazione” nel controllo aziendale interno in Germania; III. Punti problematici del controllo aziendale esterno in Germania.

Di seguito vorrei concentrarmi sui primi due punti, tralasciando il terzo.

1. Elementi di un sistema di controllo aziendale a livello internazionale ed in Germania

Nella teoria moderna della *corporate governance* si distinguono i seguenti elementi:

- il consiglio d’amministrazione e il consiglio di sorveglianza oppure il *board*;
- il personale e la cogestione;
- le banche;
- la borsa e il mercato finanziario;
- il mercato per il controllo aziendale (cioè le offerte pubbliche d’acquisto);
- la pubblicità e la revisione dei conti.

Questi elementi – magari raggruppati in maniera diversa – sono presenti in tutti i sistemi nazionali di controllo aziendale, anche se in combinazioni e con intensità diverse. Le combinazioni sono dovute a motivi storici e rappresentano le peculiarità nazionali dei sistemi. A questo proposito si parla di *path dependence*. Mi sono chiesto se fosse in linea con il Vostro convegno se parlassi soltanto degli elementi 1 e 2, cioè se mi riferissi solo al diritto societario in senso stretto. Non credo, però, che così facendo si riuscirebbe ad arrivare ad un confronto internazionale di un certo interesse. In Germania, alcuni esperti di diritto societario di una certa età sono tuttora convinti di poter trattare il diritto societario separatamente dal diritto bancario nonché dal diritto del mercato finanziario, delle acquisizioni e del rendiconto. Ma ciò è possibile soltanto dal punto di vista puramente giuridico-dogmatico, e in fondo nemmeno lì. Il diritto organizzativo (cioè in primo luogo il diritto societario) ed il diritto di mercato (in primo luogo il diritto sui mercati finanziari) possono essere separati soltanto in maniera molto artificiale. Magari se ne può parlare nella discussione successiva, dove mi esprimerò volentieri anche sui 13 complessi di domande elencati dagli organizzatori. Molti dettagli sulla realtà legislativa e sulle statistiche economiche relative al controllo aziendale nella triade USA, Germania/Europa occidentale nonché Giappone li potete trovare nel manuale sulla “*Comparative Corporate Governance*”, Oxford University Press 1998, preparato sotto la mia supervisione al Max-Planck-Institut per il diritto privato di Amburgo.

1.1 Il consiglio d’amministrazione e il consiglio di sorveglianza (board)

L’elemento principale di ogni sistema di *corporate governance* è l’organo di gestione e di controllo della società. Nella società per azioni tedesca è notoriamente prevista una suddivisione di principio in due organi direttivi: uno responsabile della gestione e l’altro del controllo. Questo sistema chiamato ‘dualistico’ oppure *two-tier-system* ha in Germania una storia più che centenaria e non è mai stato messo seriamente in questione da nessuna delle riforme del diritto societario, e nemmeno dall’attuale Commissione governativa sulla *corporate governance*. Eppure si discute aspramente sui vantaggi e gli svantaggi dei due sistemi, quello con uno e quello con due organi direttivi.

L'occasione più recente è stata il simposio organizzato in occasione del mio compleanno, dove posizioni molto controverse furono sostenute da Lutter e Paul Davies. Ulteriori dettagli a proposito si trovano nella rivista *'Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2001'*, quaderno 2, e in inglese nell' *'International and Comparative Corporate Law Journal 2 (2000) Issue 4'*.

La mia opinione personale può essere riassunta in due punti. Primo: nelle grandi società per azioni si può notare una notevole convergenza tra i due sistemi di *board*, credo che anche Reinhard Schmidt sarà d'accordo con quest'osservazione. Secondo: bisognerebbe lasciare alle aziende la possibilità di scegliere tra il sistema ad un livello e quello a due. Già ora questa possibilità è prevista per la società a responsabilità limitata tedesca, cioè la GmbH, in Francia più in generale per la *société anonyme* e ultimamente anche per la Società per Azioni Europea. Io ho sempre sostenuto l'importanza di questa libera scelta (per le imprese, non soltanto per gli Stati membri) e ritengo che il diritto di scegliere il tipo di *board* nel caso della *societas europaea* sia un segnale molto importante per una maggiore libertà nel diritto societario, anche se, per il resto, lo statuto della SE, similmente all'articolo 23, paragrafo 5 della Legge tedesca sulla società per azioni (AktG), non permette una grande libertà statutaria. Nella società per azioni tedesca, ma in parte anche nella società a responsabilità limitata, soffriamo invece di una presenza eccessiva di norme imperative e confidiamo troppo poco nella concorrenza tra le diverse forme giuridiche ed i diversi statuti. Ciò vale anche per la legislazione relativa al capitale minimo e per la decisione di mantenerla così com'è, due punti che sono molto criticati dal punto di vista economico e che negli USA ed in altri paesi sono regolati diversamente. Nel contesto del diritto europeo essi sono, invece, stati confermati per il prossimo futuro dalla Seconda direttiva.

1.2 *Il personale e la cogestione*

Nella *corporate governance* tedesca, un grande ruolo è attribuito ai creditori, cioè agli *stakeholder*. Tra i creditori vanno menzionati in primo luogo i lavoratori dell'azienda. Tramite il mercato del lavoro, ma anche all'interno dell'azienda, essi hanno una certa influenza sul controllo aziendale. Quest'influenza assume particolare importanza quando essa può essere esercitata all'interno dell'organo di controllo o addirittura dell'organo direttivo, come avviene nell'ambito della cogestione aziendale in Germania, dove il personale manda i suoi rappresentanti con diritto di voto nel consiglio di sorveglianza ed eventualmente un direttore di lavoro nel consiglio d'amministrazione. Nel confronto internazionale, questa cogestione paritetica o quasi è rimasta una peculiarità della Germania (e, almeno per ora, dei Paesi Bassi). Va notato però che nei Paesi Bassi essa non era mai estesa alle multinazionali, dove la cogestione potrebbe essere considerata un ostacolo. Inoltre si sta riflettendo sulla possibilità di abbandonare il sistema attuale a favore di un modello più flessibile, non più paritetico. Ormai la controversia si è estesa anche alla discussione scientifico-economica in Germania, dove critici e sostenitori attualmente si bilanciano. Comunque, nella prassi la cogestione sembra funzionare abbastanza bene. Soprattutto nel periodo dopo la riunificazione tedesca, quando si trattava di salvare le aziende dell'est in difficoltà, essa ha avuto effetti molto positivi e c'è chi sostiene che senza di essa la necessaria trasformazione e concentrazione all'interno delle aziende spesso non sarebbe stata possibile o comunque sarebbe stata molto più dolorosa e difficile. Per la *societas europaea*, la Germania – cioè i sindacati e il governo – sono riusciti ad imporre gran parte degli attuali diritti di cogestione tedeschi. Il Presidente della Repubblica, Johannes Rau, ha addirittura parlato della cogestione tedesca come di un vantaggio per il sistema Germania, e anche la Commis-

sione governativa sulla *corporate governance*, d'accordo con il Cancellierato, purtroppo non ha avuto il coraggio di affrontare questa patata bollente, un fatto che indebolisce enormemente le sue proposte. Dalla prassi internazionale risulta, invece, un punto di vista molto diverso che giudica la cogestione piuttosto negativa, anche se in singoli casi si sono trovate soluzioni di cogestione in casi di fusioni multinazionali. Bisogna quindi temere che, ricorrendo alla forma giuridica della *societas europaea*, le aziende tedesche avranno considerevoli svantaggi dal punto di vista della competitività.

1.3 *Le banche*

In Germania l'influenza delle banche – e in particolare delle grandi banche private – sulle aziende è molto più grande che in altri paesi, in particolare negli USA ed in Gran Bretagna; e ciò benché la quota di mercato delle banche private sia soltanto del 26% circa e quindi molto più bassa di quella di diversi paesi vicini. Il fatto più criticato è la combinazione particolare di quattro fattori: la concessione di credito, la grande diffusione di partecipazioni bancarie, la forte presenza delle banche nei consigli di sorveglianza aziendali di cui esse spesso detengono la presidenza, ed il diritto di voto delle banche per le azioni tenute in deposito. In più c'è l'influenza che le banche private possono esercitare grazie alle loro affiliate nel settore dell'*investment banking*. Non si può parlare del diritto societario tedesco senza tener conto delle banche. Il fatto che la Commissione governativa sulla *corporate governance* abbia deciso di non occuparsi di questo settore si spiega soltanto con il suo compito politico. D'altra parte gli USA, dopo una serie di tentativi, hanno appena abbandonato, con il *Glass-Steagall Act*, il loro sistema di banche separate e le grandi banche universali tedesche stanno affrontando sconvolgimenti profondi per poter recuperare terreno a livello internazionale e tenere il passo con la concorrenza. A proposito penso alle ultime attività della *Deutsche Bank* e alla fusione tra *Allianz* e *Dresdner Bank*. La *Commerzbank* è considerata un soggetto da acquisire.

1.4 *La borsa ed il mercato dei capitali*

In Germania la borsa ed il mercato dei capitali sono indubbiamente sottosviluppati rispetto agli USA e la Gran Bretagna. Negli ultimi anni si sono però registrati sensibili cambiamenti. Oggi gli azionisti in Germania sono 15 milioni, una cifra inimmaginabile fino a poco tempo fa. Il numero delle società quotate in borsa e, in generale, delle società per azioni è notevolmente aumentato. Nuovi segmenti di borsa come il *Neuer Markt* sono stati introdotti con notevole successo nonostante le recenti difficoltà dovute in parte alla congiuntura, in parte a gravi errori di *management*. Inoltre si sono diffuse in Germania tecniche internazionali di emissione e collocamento dei titoli come *book building*, aste ecc. Tecniche contrattuali e di controllo anglo-americane come la *due diligence* in *mergers and acquisitions* hanno preso piede anche da noi. E poi è divampata anche da noi la discussione sullo *shareholder value*. Secondo un sondaggio della McKinsey, gli investitori, soprattutto quelli istituzionali, sono disposti a pagare una maggiorazione fino al 20% per una migliore *corporate governance*. L'abitudine di trattare il diritto societario separatamente dal diritto di borsa e del mercato dei capitali ormai appartiene al passato, nonostante le forti resistenze opposte dagli esperti di diritto societario della vecchia generazione. Per maggiori informazioni potete consultare la tesi di abilitazione all'insegnamento universitario del mio allievo Mülbart.

1.5 *Il mercato del controllo aziendale*

Tradizionalmente non esiste in Germania un mercato funzionante di controllo aziendale. Soprattutto le OPA ostili sono praticamente sconosciute. I casi Krupp/Thyssen e Vodafone/Mannesmann sono tuttora dei casi isolati; eppure essi segnalano una chiara svolta.

In Germania non esiste ancora una legge quadro sulle acquisizioni. Esiste il codice volontario del 1995, nell'ultima versione del 1998. Esso viene gestito dalla Commissione per le acquisizioni di Francoforte, di cui io faccio parte, ed è stato applicato già in un centinaio di casi. Non è male come risultato. A causa del mancato riconoscimento generale, però, alla lunga il codice non può sostituire un regolamento giuridico vincolante, su questo sono d'accordo anche i membri della Commissione. È quindi davvero necessario che entro la fine dell'anno sia varata una legge tedesca sulle acquisizioni.

Il fatto che l'intervento tedesco a Strasburgo abbia portato al fallimento della 13esima direttiva, in Germania viene festeggiato ufficialmente come vittoria. Secondo me si tratta, però, di una vittoria di Pirro sia per la Germania che per l'Europa. Si spera, comunque, che la Commissione europea riesca – in base alle raccomandazioni della *High Level Group of Company Law Experts*, che si riunirà per la prima volta l'11 settembre 2001 e che dovrà stendere un primo rapporto entro la fine dell'anno – a ripresentare con successo la 13esima direttiva, presentando contemporaneamente delle proposte di come affrontare il problema della mancanza di un *level playing field*, accusata a ragione dalla Germania.

1.6 *Pubblicità e revisione*

Sia in Germania che a livello internazionale, un ruolo fondamentale del controllo aziendale compete alla pubblicità e alla revisione. La pubblicità aziendale, soprattutto se sottoposta a controllo, trasmette informazioni affidabili agli operatori di mercato, un fatto che risulta dalla prassi, anche se alcune teorie dei mercati finanziari lo mettono in questione. È certo, comunque, che la pubblicità aziendale rappresenta per le aziende un intervento meno drastico e più in linea con le esigenze del mercato che non un regolamento giuridico materiale e vincolante. La periodica pubblicità del rendiconto prevista dalla terza sezione del Codice Commerciale HGB ne rappresenta tuttora il nucleo centrale. Nel 1995 è stata aggiunta poi la pubblicità *ad hoc* (art. 15 della Legge sul commercio in titoli WpHG) che da allora ha registrato uno sviluppo rapidissimo. Importanti sono anche gli obblighi di comunicazione secondo l'art. 21 ss. del WpHG che subentrano quando vengono raggiunte quote di titoli con diritto di voto a partire dal 5%, a differenza delle norme antiquate della legge sulle società per azioni, dove lo stesso obbligo scatta soltanto dal 25 per cento in su. Forse la stessa soglia del 5 per cento è ancora troppo elevata e andrebbe abbassata al 3 per cento.

2. Punti nevralgici e “viti di registrazione” della *corporate governance* interna in Germania

2.1 *Valutazioni generali relative all'analisi dei punti deboli e alle riforme future*

a) Secondo me non abbiamo bisogno di un cambiamento del sistema né di una riforma sostanziale del diritto societario. Il luogo comune dello strapotere delle banche,

argomento che dominava la discussione prima della riforma del diritto societario del 1997, è superficiale e viene spesso strumentalizzato. Ciò vale anche per alcune crisi aziendali spettacolari come quelle di Metallgesellschaft, Holzmann, Bayerische Hypotheken- und Wechselbank, Berliner Bank ed altre. Non abbiamo bisogno di una generale critica del sistema né di un'euforia riformistica; abbiamo bisogno piuttosto di un'analisi diligente dei singoli punti deboli e di un lavoro di riforma mirato e concreto.

Ciò vale soprattutto per il bilancio. In questo campo si prevedono cambiamenti sostanziali, dovuti soprattutto alla pressione dei mercati finanziari internazionali. In un certo senso l'Ue non fa altro che assecondare questi processi. Il sistema tedesco del controllo aziendale ha inoltre bisogno di riforme più decise nel diritto della borsa e in quello dei mercati finanziari. Le riforme più urgenti riguardano comunque il diritto sulle acquisizioni. Ma anche la Quarta legge sulla promozione dei mercati finanziari sarà presto approvata. Ormai il ministero federale delle Finanze ha presentato una bozza di discussione e organizzato un *hearing* a Berlino. Per la prossima legislatura è stata già annunciata anche la Quinta legge sulla promozione dei mercati finanziari con riforme sostanziali del diritto di borsa, che riguarderanno tra l'altro i *Proprietary Trading Systems (PTS)* e le *Electronic Communications Networks (ECN)*. Probabilmente mancherà invece il coraggio di affrontare la patata bollente di una vera privatizzazione delle borse con l'abbandono del loro *status* pubblico.

b) Bisogna evitare un'eccessiva proliferazione delle leggi. Normalmente i politici reagiscono in ritardo, con troppe leggi e troppa burocrazia. Ciò aumenta l'inflessibilità e paralizza la responsabilità individuale e le forze di mercato. C'è bisogno, invece, di *deregulation* e libertà creativa e ciò significa anche concorrenza nella legislazione relativa alle società per azioni e le borse.

c) Sebbene la responsabilità legale sia un fattore importante, essa è soltanto una parte – e anche piuttosto ridotta – del controllo aziendale. Essa non va troppo enfatizzata, perché altrimenti si paralizzano le iniziative imprenditoriali e la necessaria disponibilità al rischio. Ciò vale sia per i membri del consiglio d'amministrazione, che hanno bisogno della libertà concessa loro dalla *business judgement rule*, ma anche per i revisori dei conti, che non devono essere esposti ad una responsabilità indiretta troppo complicata. Secondo le richieste del Consiglio tedesco dei giuristi, con il quale è d'accordo anche la Commissione governativa sulla *corporate governance*, in futuro la *business judgement rule* dovrà essere espressamente integrata nella legge sulle società per azioni. D'altra parte io sono del parere che in Germania, come del resto negli USA, si dovrebbe invece reagire con misure molto più severe ai casi di violazione della *duty of loyalty (self dealing, corporate opportunity, concorrenza con la società ecc.)*, che sono ben diversi dalle normali violazioni della *duty of care* che rientrano nella *business judgement rule*.

d) Dalla riforma del diritto societario del 1998, il controllo aziendale è un compito importante dei revisori dei conti. L'opinione pubblica tende, però, ad aspettarsi troppo dai revisori (è il cosiddetto *gap* di aspettative), accusandoli poi come responsabili principali di eventuali mancanze nel sistema del controllo aziendale. È vero, piuttosto, che i primi responsabili sono gli azionisti stessi ed il consiglio di sorveglianza eletto da essi, e soltanto poi, in collaborazione con il consiglio di sorveglianza, anche i revisori. A questo controllo interno va poi aggiunto un efficace controllo esterno tramite le borse, il mercato dei capitali ed un mercato del controllo aziendale ben funzionante.

2.2 Attivazione degli azionisti

a) Come già spiegato, è il compito dei *principals* di fare in modo che i loro *agents* siano sorvegliati. Notoriamente una differenza fondamentale tra la Germania e gli USA è che in Germania esiste un numero relativamente elevato di grandi azionisti, mentre ci sono poche società aperte al pubblico con capitale a larga diffusione azionaria. Una conseguenza di questa differenza nella struttura proprietaria è che nelle aziende tedesche i rapporti di potere e le necessità di tutela sono tipicamente diversi dalla situazione americana. Pertanto negli USA si discute soprattutto della tutela degli azionisti nei confronti dell'amministrazione: il rapporto tra *shareholder* e *board* è il conflitto paradigmatico tra *principal* e *agent*. In Germania, invece, è più importante la questione della tutela degli azionisti di minoranza rispetto a quelli di maggioranza nonché quella degli azionisti esterni. Un altro argomento importante è il rischio dell'abuso dei diritti di minoranza e quindi la tutela della maggioranza nei confronti degli azionisti di minoranza malintenzionati.

b) Come negli USA e in Gran Bretagna, anche in Germania gli investitori istituzionali saranno in futuro *players* decisivi nelle società aperte al pubblico. Si pensi, ad esempio, al fondo pensione californiano CalPERS e l'influenza insolita che esso e altri investitori istituzionali esercitano con le loro richieste anche sulla *corporate governance* internazionale in Germania.

c) Accanto ai grandi azionisti e agli investitori istituzionali non vanno dimenticati nemmeno gli investitori privati. Trattarli semplicemente come soggetti non interessati, come sembra voler fare il signor Schmidt, è, secondo me, la strada sbagliata. Grazie ai diritti degli azionisti, compresi quello di ricorrere in giudizio, anch'essi prendono parte al controllo aziendale e in futuro dovrebbero avere un ruolo ancora più importante, come ha riconosciuto anche il Convegno nazionale dei giuristi del 2000 a Lipsia, sulla base della perizia del collega Baums. Dei moderni diritti degli azionisti fa parte anche il maggior utilizzo delle nuove possibilità di comunicazione ammesse dal diritto societario. In Germania, attualmente l'assemblea generale degli azionisti è talmente snaturata che gli osservatori esteri, anche quelli anglo-americani, non possono che restarne perplessi. Abbiamo bisogno di una pubblicità funzionante, mentre vanno arginate le impugnative abusive! Vogliamo interventi ragionevoli riguardanti l'azienda invece delle infinite domande, della strumentalizzazione politica ed ideologica dell'assemblea e dell'abitudine di mettersi eccessivamente in mostra! Vogliamo una dura opposizione, ma niente pagamenti nascosti camuffati come spese di conciliazione oppure onorari di consulenza, con cui l'azienda si libera dagli eventuali ostacoli posti alla sua politica gestionale!

2.3 Ulteriori miglioramenti dell'attività di controllo

a) Ho già accennato al diritto di scegliere, come in Francia, tra il *two-tier-system* ed il sistema con il *board*.

b) Poi c'è la questione della cogestione del personale nel consiglio di sorveglianza, un punto che andrebbe riformato, anche se questo progetto attualmente non è realizzabile in Germania. La teoria economica ha in merito un giudizio piuttosto negativo e l'argomento è comunque aspramente discusso. Spesso si ripete che i modelli di cogestione si imporrebbero sul mercato, se essi comportassero davvero dei vantaggi economici per le aziende. Ma è anche vero che in Germania abbiamo fatto l'esperienza che la cogestione contribuisce a stabilizzare la collaborazione tra i datori di capitali ed i lavoratori, fungendo addirittura come sistema di avvertimento precoce di eventuali conflitti

sociali. È chiaro, comunque, che qui siamo in presenza di un evidente caso di *path dependence*. Bisognerà vedere se la via tedesca riuscirà anche in futuro a dare buona prova di sé. Personalmente sono piuttosto scettico.

c) Particolarmente importante è la costituzione ed il continuo miglioramento di sistemi di controllo adeguati da parte del consiglio d'amministrazione (art. 91 par. 2 AktG). Questi sistemi devono essere controllati dal consiglio di sorveglianza e, in caso di società registrate ufficialmente, anche dai revisori (art. 317 par. 4 HGB). Lo dimostrano anche le esperienze raccolte in Gran Bretagna. Secondo me, questo punto è fondamentale per la buona riuscita della riforma del diritto societario 1998.

d) Molto conta anche un sufficiente flusso d'informazioni dal consiglio d'amministrazione al consiglio di sorveglianza e da questo ai revisori. I rendiconti del consiglio d'amministrazione devono essere estesi ad uno schema di realizzazione della pianificazione aziendale e all'analisi di eventuali deviazioni. Gli obblighi d'informazione del consiglio d'amministrazione ed i diritti d'informazione del consiglio di sorveglianza devono essere estesi alle affiliate. La qualità del consiglio di sorveglianza corrisponde a quella dei suoi membri. Abbiamo quindi assolutamente bisogno di un miglioramento del profilo dei consiglieri che devono diventare più professionali ed imparare la lettura dei bilanci. Inoltre le attività estere dell'azienda devono rispecchiarsi meglio nella costituzione del consiglio. Naturalmente non è il legislatore a poter chiedere queste cose: qui deve subentrare piuttosto la giurisdizione.

2.4 *Revisori e formazione dei bilanci: brevi considerazioni.*

a) Non credo che la rotazione obbligatoria dei revisori sia una soluzione sensata. È problematica anche la separazione obbligatoria di revisione e consulenza, come quella imposta dalla SEC negli USA contro resistenze fortissime. Una riforma del genere non può fungere come modello per la Germania, finché non esisteranno esperienze concrete in questo campo. In pratica, però, le grandi *auditing firms* internazionali non hanno scelta in merito. Inoltre ritengo che si possa discutere l'introduzione dell'obbligo di rendere noto al consiglio di sorveglianza, non all'assemblea generale, gli onorari pagati per i servizi di consulenza.

Un'altra domanda molto importante, anche se difficile da risolvere, è quella del ruolo del revisore nella scoperta di eventuali irregolarità. E poi c'è la questione della loro responsabilità legale, che però riguarda anch'essa soprattutto la giurisdizione. Ciò vale soprattutto per la responsabilità indiretta.

b) È anche chiaro che i rendiconti dei gruppi – e di seguito probabilmente anche i rendiconti definitivi delle singole aziende – subiranno cambiamenti drastici al più tardi entro il 2005. Secondo me, in questo contesto si rischia a livello internazionale un conflitto tra gli IAS e gli US GAAP e quindi anche un conflitto tra la SEC e l'Europa. Alcuni punti problematici possono essere aboliti, ad esempio i rapporti trimestrali in Germania; altri restano controversi, come ad esempio l'iscrizione in bilancio dei *Good-wills*, rivoluzionata proprio la settimana scorsa negli USA.

Alla lunga è prevedibile che si arriverà ad una differenziazione dei rendiconti dopo la quotazione in borsa di un'azienda; infatti già da un po' di tempo si può osservare la tendenza verso un trattamento speciale delle aziende quotate in borsa. Questa bipartizione, predominante anche in Italia, non deve però far dimenticare che la scelta fondamentale non è la quotazione in borsa, ma il primo ricorso al mercato finanziario. Questo fatto è riconosciuto dalla legislazione americana e anche da molte legislazioni continen-

tali. Il tratto fondamentale è il *going public* ossia la vendita al pubblico. Non si tratta necessariamente di un *point of no return*. La strada del ritorno, però, e soprattutto il *delisting*, è molto difficile.

c) La pubblicità è un fattore che va più in là del rendiconto, il quale avviene periodicamente ed è orientato al passato. Ho già accennato alla pubblicità *ad hoc* secondo l'art. 15 della legge sulle operazioni in titoli. Essa va riformata sia dal punto di vista del contenuto, sia rispetto alle sanzioni. Per quanto riguarda il contenuto si può dire che attualmente le aziende ne abusano usandola come occasione per mettersi in mostra. Il legislatore ha escluso la responsabilità dell'emittente dei titoli in base all'art. 15. Ma non è giusto che la responsabilità delle affermazioni false relative ad un'azienda quotata in borsa diventi effettiva soltanto nei casi di premeditazione. La Commissione governativa ha l'intenzione di fare una proposta in merito. Comunque, a prescindere da questo fatto, bisogna anche riformare la responsabilità legale – dal punto di vista del diritto di borsa e del mercato finanziario – per il materiale pubblicitario contenente dati erronei.

3. Punti problematici della *corporate governance* esterna in Germania

Come già annunciato all'inizio, purtroppo il tempo non basta per parlare del controllo esterno, anche se è chiaro che il controllo interno non può funzionare senza controllo esterno. In Germania ne fanno parte 1) una riforma della borsa; 2) una riforma più generale del diritto del mercato finanziario al di là delle questioni di borsa; 3) una legge sulle operazioni in titoli e sulle acquisizioni OPA entro la fine dell'anno, a maggior ragione se si considera il fallimento della 13° direttiva; e 4) l'integrazione di questa struttura giuridica con un ragionevole ed efficace *code of conduct* (“*comply or explain*” sarebbe una buona formula). Magari qualcuno di questi argomenti sarà ripreso nel corso della discussione.

COMPETITIVITÀ DELL'INDUSTRIA ITALIANA NELLA PROSPETTIVA EUROPEA

GIOVANNI ZANETTI

1. Economia reale e apparato giuridico: un'interrelazione necessaria. – **2.** Esigenze di miglioramento della competitività: la sfida del presente. – **3.** Fragilità endogene al sistema produttivo. – **4.** Uno scenario negativo con possibilità di miglioramento. – **5.** Nuove opportunità aperte dalla *net economy*. – **6.** Nuovi traguardi per il diritto societario.

1. Economia reale e apparato giuridico: un'interrelazione necessaria

Le analisi degli aspetti reali dei sistemi produttivi possono trarre precise indicazioni dall'approfondimento dei temi di intersezione tra diritto ed economia: sono infatti diversi e forti i segnali che sollecitano una revisione, un adeguamento della normativa di diritto societario, nell'intento di migliorare la competitività dei sistemi. È noto come proprio nei ritardi di adeguamento della normativa stia una delle ragioni esplicative di un apparato produttivo come quello italiano, strutturalmente non conforme al perseguimento dei livelli di efficienza necessari per una positiva presenza in Europa (Ciocca P., 2000). Per contro, miglioramenti decisivi sono derivati dalle disposizioni che hanno regolamentato le comunicazioni sociali delle imprese, in particolare la predisposizione dei bilanci di esercizio istituzionalizzando il ruolo delle società di revisione, o hanno contribuito a delineare e a sviluppare i compiti della Consob. Al di là di questi eventi, altri temi urgono per essere affrontati; né è da escludere che se significativi benefici possono derivare alle discipline economiche dal maturare e dal precisarsi di quelle giuridiche, progressi altrettanto importanti possono prodursi in senso inverso. In questa direzione assume significato l'analisi della struttura che i sistemi produttivi (italiano, ma non solo) sono venuti assumendo e tuttora vivono in un processo di tipo evolutivo. Essi infatti sono protagonisti di una continua trasformazione, secondo una linea di cambiamento risultante da una ricerca ininterrotta, finalizzata alla loro modificazione per migliorarne i livelli di competitività. Un impegno necessario dal momento che l'apparato produttivo italiano, non diversamente da quello di altri paesi, ha subito e continua ad affrontare difficili sfide in termini di dinamica dei costi di produzione e di spiazzamento ad opera di *new-comers*, ovvero di paesi progressivamente presenti e operanti sulla scena internazionale, in forte concorrenza con gli operatori nazionali.

2. Esigenze di miglioramento della competitività: la sfida del presente

L'obiettivo di migliorare i livelli di competitività, è oggi reso più complesso per diverse ragioni. L'entrata concreta nel sistema monetario europeo preclude quelle operazioni di gestione monetaria arrecanti miglioramenti apparenti quanto effimeri, dei quali ebbe in passato momentaneamente a giovarsi il nostro paese.

In questo contesto, opportunità inattese e difficoltà derivano dal diverso manifestarsi del processo innovativo. Nel corso dell'ultimo decennio, in particolare, si è osservato un certo affievolimento dell'innovazione di processo a vantaggio dell'innovazione di prodotto. Va ricordato peraltro che, nel caso italiano, l'innovazione di processo ha comportato essenzialmente una riorganizzazione profonda dal modo di produrre, compiutasi pressoché pienamente con i primi anni novanta ma iniziata sulla fine degli anni settanta: essa ha avuto i propri momenti portanti nel processo di deverticalizzazione, associato all'introduzione della meccanizzazione flessibile, passata rapidamente dalle macchine utensili a controllo numerico ai centri di lavoro, ai *flexible manufacturing systems*. Una successione di cambiamenti dalla quale sono scaturiti miglioramenti di produttività riferiti sia al fattore lavoro, sia al capitale. Tale simultaneità di effetti può apparire contraddittoria: in realtà così non è perché questo tipo di innovazione ha di certo determinato un maggiore investimento ma al tempo stesso ha consentito un tale incremento dell'*output* ottenibile da generare la diminuzione dell'incidenza del capitale investito sull'unità prodotta.

Nella fase attuale l'insieme dei cambiamenti ricordati presenta segni di stasi; d'altra parte la deverticalizzazione ha un suo limite fisiologico in quanto al di sotto di certi livelli l'attività manifatturiera cesserebbe di esistere; al tempo stesso, come sempre

avviene per tutte le innovazioni tecnologiche, anche per la meccanizzazione flessibile si succedono fasi cicliche per cui dopo un periodo di forti e incalzanti cambiamenti, essa sembra avviarsi verso una fase di quiete. Il processo non è esaurito né mancano ulteriori possibilità di intervento; semplicemente esse non sono così forti come nel recente passato.

3. Fragilità endogene al sistema produttivo

Di fronte alla maggiore complessità della situazione ha senso interrogarsi sullo stato della competitività dell'apparato produttivo italiano. In proposito, è osservabile una certa convergenza degli analisti nel porre in evidenza una certa fragilità per spiegare la quale vengono altresì addotte precise ragioni esplicative. Una prima spiegazione riguarda la forte esposizione ai prezzi delle materie prime e in modo particolare alla componente energetica; ancora in tempi recenti è stato giocoforza constatarne la reale portata. Una seconda riguarda la perdurante rigidità nella possibilità di ottimizzare l'allocazione dei fattori produttivi; il problema riguarda soprattutto il lavoro, ed è oggetto di approfondimento e discussione, senza che per il momento si intravedano proposte e scelte risolutive. Influenza inoltre negativamente l'efficienza complessiva del sistema il suo eccessivo sbilanciamento verso la piccola dimensione delle imprese. Sul tema può essere opportuno ricordare che, secondo il censimento ISTAT di medio periodo del 1996 le imprese con meno di dieci dipendenti rappresentano nel settore industriale inteso in senso stretto, circa l'83%; la percentuale sale poi al 93% quando si considerino le imprese con meno di venti dipendenti. Dati come questi stanno a indicare l'esistenza di aspetti patologici: non tutto il piccolo cioè è bello, a differenza di quanto recitava un noto slogan, come d'altra parte fa rilevare il Governatore della Banca d'Italia nelle relazioni relative agli anni 1999 e 2000; lo stesso ISTAT fa d'altra parte rilevare che, molto spesso, la scelta della piccola dimensione è l'effetto di condizioni facilitanti. La micro dimensione è infatti spesso adottata in quanto, in rapporto ad essa, talune componenti di costo, in modo particolare per quanto riguarda il lavoro, sono anomalamente basse.

Se ne può dedurre che, se da un lato l'esistenza di condizioni facilitanti può opportunamente incoraggiare il sorgere di nuove iniziative, in grado di reggersi autonomamente e di seguire un percorso evolutivo, dall'altro esse possono risolversi in un'autentica autolimitazione allo sviluppo. In altri termini la sollecitazione a restare ancorati alla piccola dimensione può divenire ostacolo al raggiungimento di soglie critiche indispensabili per attuare determinanti processi innovativi, soprattutto per quanto riguarda il versante delle innovazioni di prodotto.

La relativa fragilità competitiva del nostro paese trova infine spiegazione nel basso livello delle risorse dedicate alla ricerca e sviluppo.

Il tema è molto noto; va segnalato tuttavia che stime recenti quantificano nell'1,07% del PIL il volume di tali risorse, registrando un certo miglioramento rispetto all'1,01 di un paio di anni fa, ma molto inferiore all'1,24 del 1994.

In realtà, non è il caso di soppesare questi miglioramenti minimi, ben lungi dal raggiungere le soglie critiche atte a consentire efficaci interventi quali sarebbero resi possibili da spese adeguate in valore assoluto. È appena il caso di rilevare che non soltanto l'1% è meno della metà della percentuale americana o largamente inferiore a quella di altri paesi europei ma essa si applica su una grandezza (il PIL appunto) che, nel caso italiano è sensibilmente più ridotta in termini relativi.

Conseguenza di queste carenze è lo scarso orientamento della specializzazione produttiva verso produzioni ad elevato contenuto tecnologico.

Quando infatti si calcolino dei comunissimi indici di Balassa fondati sia sulle esportazioni sia sul prodotto complessivo italiano, con riferimento alla classificazione ormai celebre di Pavitt, risulta che l'indice di specializzazione del nostro paese nei settori ad alto contenuto tecnologico o *science based* verte intorno allo 0,40. Non solo esso è evidentemente molto lontano da 1 ma a questo livello è fermo da 30 anni a questa parte a dimostrazione della tendenza a permanere in uno stato di arretratezza produttiva.

4. Uno scenario negativo con possibilità di miglioramento

Di fronte a questo quadro negativo, sul quale convergono le analisi di economia industriale, diviene necessario chiedersi se possano esistere margini per rimediare in un futuro vicino, in un'Europa nella quale la concorrenza è relativamente meno giocata sui prezzi ma soprattutto sulla qualità. Il rischio può essere quello di una grave penalizzazione dell'economia industriale italiana.

Il confronto in termini relativi, rispetto a Francia e Germania negli ultimissimi anni denota in effetti un certo peggioramento degli indicatori di competitività che può tradursi in una lenta erosione della capacità di vincere la concorrenza mossa da quei paesi: non si tratta di un'evidenza drammatica quale si verificò in anni lontani ma, nel medio-lungo periodo potrebbe effettivamente dare origine ad uno spiazzamento.

In realtà, pur non sottovalutando questa evenienza alcuni elementi sembrano autorizzare un certo ottimismo. Il tema verte sulla possibilità di aumentare l'efficienza dell'apparato produttivo italiano in presenza di limitate capacità di riduzione dei costi e di verificata difficoltà di sovvertire gli indici di specializzazione produttiva, unica possibilità realistica di aumentare il valore di quanto si produce ossia di quanto sta a numeratore dei rapporti di produttività. Le evidenze offerte dalla storia delle nostre attività produttive potrebbero portare a previsioni negative sulle possibilità di intervento. D'altra parte se ci si pone nell'ordine di idee di sovvertire *ex abrupto* una situazione esistente, indubbiamente le *chances* di una buona riuscita non sono certamente esaltanti. Per contro, quanto è avvenuto nel tessuto produttivo italiano nel corso degli anni ha generato una realtà organizzativo – strutturale in grado di consentire talune apprezzabili linee di azione. Tale apertura positiva è suggerita dal carattere reticolare via via assunto dall'apparato produttivo.

Esso è derivato dalle sfide affrontate sul piano delle lotte sindacali, dell'incremento dei costi, della concorrenza dei paesi emergenti (grafico n. 1). La deverticalizzazione ha dato concretezza alle prime reazioni al verificarsi di tali eventi. Per suo tramite si è attuata la progressiva enucleazione di fasi dai processi di fabbricazione prima verticalmente integrati (in modo particolare nei settori tradizionali) generando nuove opportunità per il sorgere di nuove forme di fornitura. Al tempo stesso, il progresso tecnico, fondato sull'integrazione tra meccanica fine e informatica, ha consentito una rilevante specializzazione dei nuovi fornitori e, al tempo stesso, ha conferito flessibilità alla loro offerta aprendo possibilità in precedenza non esistenti. Essi sono divenuti cioè, produttori di componenti destinati alle imprese, spesso di grandi dimensioni, in concorrenza tra loro e operanti in settori diversi. Il fenomeno a suo tempo validamente interpretato e descritto da G. M. Gros-Pietro (1980), s'è verificato e ulteriormente accentuato con il progredire dell'internazionalizzazione; di conseguenza la produzione di componenti ha teso a collocarsi laddove le condizioni di disponibilità delle materie prime, di abbondanza di manodopera scarsamente sindacalizzata e all'esistenza di facilitazioni fiscali la

rendevano conveniente. È corretto sostenere che l'attività industriale è divenuta una realtà sempre più costituita da transazioni e da relazioni, aventi progressivamente carattere internazionale (grafici 2 e 3).

Questi cambiamenti hanno interessato soprattutto il passato. Oggi se ne stanno verificando altri che ripropongono ancora, con nuove motivazioni, la generazione di economie basate su relazioni tra imprese. La forza portante di questa evoluzione è ancora l'innovazione, non di processo ma di prodotto. Lo sviluppo delle aspettative e dei bisogni dei consumatori e degli utenti genera infatti la necessità di beni e servizi fortemente complessi, risultanti da studi e sperimentazioni che, per loro natura, esigono l'investimento di risorse finanziarie estremamente consistenti. Numerosi settori presentano queste caratteristiche: tali la messa a punto dei vaccini per affrontare malattie che solo il progresso delle conoscenze ha permesso di scoprire; lo sviluppo delle biotecnologie; la produzione di mezzi di trasporto non inquinanti; la fabbricazione di aerei passeggeri supersonici di ampia capacità, in grado di operare in condizioni di sicurezza; il perseguimento e l'attuazione della gestione satellitare delle comunicazioni. Si tratta di attività produttive per le quali il solo processo per giungere al prototipo, prima di entrare in una fase direttamente operativa, richiede tali impegni di conoscenze e di capitali da oltrepassare le possibilità di singoli paesi, per quanto importanti e dotati di risorse. Gli uni e gli altri possono essere ottenuti soltanto per mezzo di integrazione di competenze e di capacità adeguate (grafico 4).

Solo operando scelte di questo tipo è possibile pervenire a risultati positivi nell'attività d'impresa e all'utilizzazione del capitale esistente anche in quelle economie, come quella italiana che, per la loro storia e per le loro strutture operative, possono rischiare di essere escluse da settori come quelli ricordati. Paesi come l'Italia, possono sperimentare le possibilità di incoraggiare al loro interno le capacità di innovazione risultanti dalla loro esperienza, accrescendo il tasso relativo di progresso tecnico e il grado di specializzazione, fino a rendere se stesse indispensabili al funzionamento del sistema nel suo insieme. Importa che, nei singoli paesi, sia possibile individuare delle nicchie tecnologicamente progredite nell'ambito delle quali fare maturare le conoscenze e le strutture produttive indispensabili e complementari a interi progetti. D'altro canto occorre tenere presente che, al momento attuale, i bisogni umani sono in via di ampliamento, sì da richiedere, per il loro soddisfacimento il concorso di poli di ricerca differenziati. In questo senso l'industria avanzata ha assunto progressivamente carattere sistemico, o meglio, tenuto conto del grado di complessità di ciascun elemento della catena del valore, essa consta ormai dell'interazione di vari sottosistemi in un insieme articolato e al tempo stesso coordinato in vista di obiettivi unitari.

Tutto considerato si deve rilevare come, per ragioni e per tensioni innovative di varia natura, il sistema industriale tenda a divenire un'organizzazione a rete estesa su scala planetaria. L'aspetto più evidente del fenomeno è costituito dall'interconnessione delle forniture e dallo sviluppo della componentistica. Entrambi rappresentano però solo il momento più evidente e l'esito finale di un cambiamento più profondo nel quale si verifica l'integrazione tra conoscenze tecniche, capacità organizzative e allocazione ottimale delle risorse finanziarie. Da un punto di vista operativo, laddove i singoli operatori costituiscono altrettanti nodi della rete, a condizione che maturino livelli avanzati di specializzazione e di carica innovativa, possono divenire fattori propulsivi di cambiamento, destinato a tradursi nelle componenti strutturali e nelle potenzialità di servizio del prodotto finale. Ricadute di questo tipo sono riscontrabili sia in settori più legati alla tradizione, sia in quelli più direttamente toccati da interessi scientifici. In ogni caso la sollecitazione impressa dai nodi particolari della rete può contribuire significativamente a migliorare le possibilità di utilizzazione degli *output* finali.

In ogni caso l'intero sistema, nel suo insieme, beneficia dei progressi di produttività acquisibili nei diversi punti identificanti i fornitori di componenti: gli avanzamenti tecnologici inseriti in essi riverberano esaltandola sulla produttività dell'intero processo. Risultato non secondario è il cambiamento profondo dell'offerta, non più costituita come in passato, da un bene standardizzato e unico ma da beni e servizi differenziati, in grado, al limite, di servire le attese di una domanda latente, potenzialmente diverse da un gruppo di consumatori all'altro. Ne discende il passaggio dal concetto di economie di scala a quello delle cosiddette "*scope economies*", molto mal tradotte in italiano come economie di scopo, mentre sarebbe più corretto parlare di economie di gamma, ottenibili su ampi volumi di fatturato anziché su ampi volumi di produzione.

Il fenomeno è tanto più evidente nell'articolarsi della rete sul piano internazionale per l'ottenimento di prodotti progressivamente fondati su apporti scientifici avanzati. Il progresso tecnico mira infatti ad ampliare e migliorare la gamma dell'offerta, a sua volta conseguibile attraverso l'opera integrata di una serie di interlocutori, ciascuno fortemente specializzato nella propria attività grazie all'accumulazione di conoscenza e di esperienza maturata in realtà economiche e scientifiche differenziate. Sorge in questa prospettiva, l'esigenza di un collegamento tra queste unità produttive disperse probabilmente a livello planetario o quanto meno a livello europeo. Il settore aero-spaziale può offrire un esempio di questa fenomenologia già pienamente in atto. Si tratta infatti di un settore nel quale il prodotto finale, un aereo quale potrebbe essere l'A3XX dell'Airbus o il B747 della Boeing identificano prodotti non più tipici di un paese ma resi possibili dalla convergenza di competenze. Da questa presa di coscienza possono derivare scelte di politica industriale del tipo di quella attuata mediante la predisposizione del piano aeronautico in Italia: l'obiettivo, in parte raggiunto, fu quello di valorizzare le nicchie di specializzazione esistenti nei diversi paesi (alcune delle quali in Italia) in modo da acquisire i migliori livelli di capacità produttiva e di affinamento tecnologico per servire in maniera ottimale gli interlocutori individuali in un preciso progetto. È nato così il Tyfun (Eurofighter), ovvero l'aereo da caccia. Considerazioni analoghe possono essere svolte per i principi attivi del settore farmaceutico, per le telecomunicazioni stesse, per gli impianti satellitari e così via. La possibilità descritta di agire sui singoli nodi della rete, consente anche per il sistema produttivo italiano di essere parte degli insiemi più progrediti, con evidenti benefici a livello di prodotti finali. Questo tipo di evoluzione è peraltro conciliabile con la presenza in settori tradizionali dal momento che anche in essi sono individuabili potenziali punti di eccellenza costituenti diversi nodi della rete stessa.

5. Nuove opportunità aperte dalla *net economy*

È opportuno mettere in rilievo a questo punto che il perseguimento dei risultati descritti è oggi esaltato soprattutto grazie ai progressi assai rilevanti nel campo delle telecomunicazioni. Il funzionamento pratico della rete consiste infatti nello scambio di conoscenze, nella trasmissione di risorse finanziarie, di suggerimenti di tipo organizzativo, di disposizioni e di criteri di controllo. La rete logistica e reale alla quale si dà vita nell'attuazione concreta dei sistemi produttivi diviene pertanto il terreno ideale per offrire le opportunità di funzionamento alla rete virtuale e telematica, dando vita all'integrazione tra "*old economy e net economy*" fino a conferire significato pregnante alla seconda. In questo senso il notevole sviluppo della telematica si è tradotto in un rilevante fattore moltiplicativo.

L'insieme delle considerazioni sviluppate autorizza un certo grado di ottimismo poiché sembrano dischiudersi, anche per l'Italia, delle reali aperture verso l'aumento di

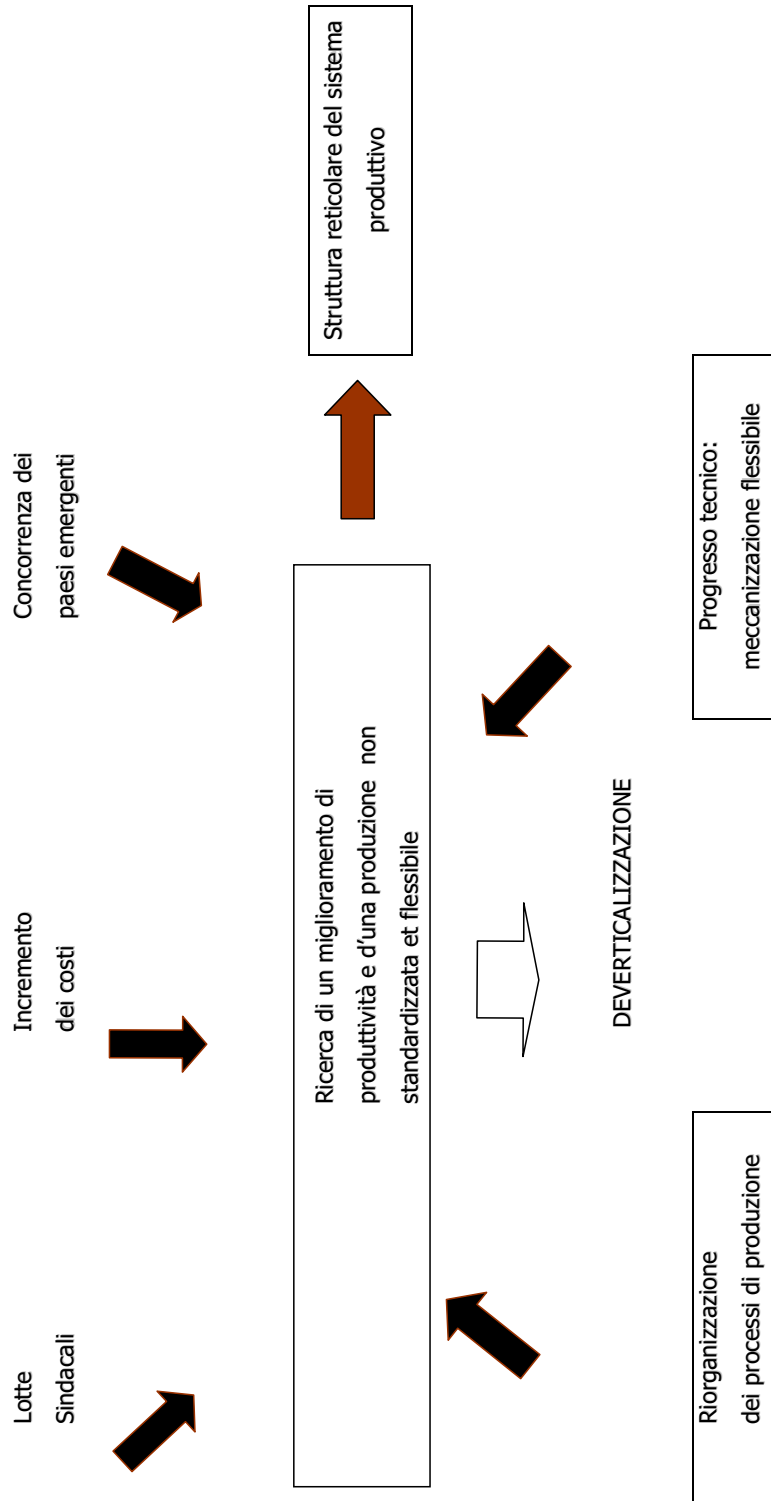
valore reale della produzione e, per questa via, verso l'accrescimento della produttività complessiva del sistema e della sua capacità di competere su scala internazionale. Di qui non discende alcuna possibilità di adottare un atteggiamento di tipo consolatorio o di rassegnata rinuncia a cercare di smuovere quelle fragilità enunciate in apertura del presente intervento. Si può invece correttamente affermare che le potenzialità delle quali si è avvertita l'esistenza possono dare respiro e consentire una fruttuosa operatività per un arco temporale stimabile in un decennio. Un intervallo realistico dal momento che il tipo di organizzazione a rete, venutosi a formare nel processo storico richiamato, ha una sua unicità, sì da non potere essere facilmente copiabile né tanto meno riproducibile. Esso è quindi tale da dare un certo vantaggio che è doveroso utilizzare per eliminare o sensibilmente attenuare gli handicap frenanti.

Occorre quindi agire in profondità, pur nella consapevolezza di disporre di *chances* utilizzabili nell'immediato, nella direzione indicata, in modo da essere subito competitivi.

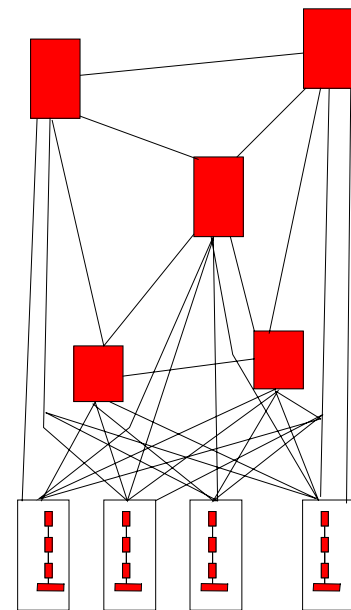
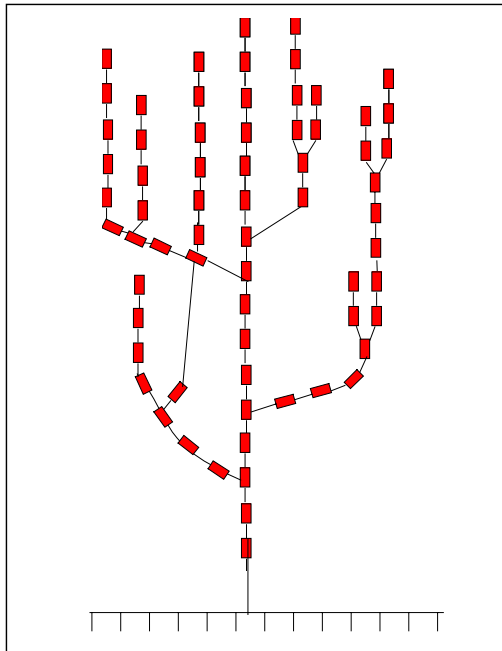
6. Nuovi traguardi per il diritto societario

Il messaggio proponibile nella sede di questo seminario sta nella presa di coscienza dell'essere in presenza di formazioni di realtà imprenditoriali a carattere sistemico. Mano a mano che queste evolvono, la stessa tradizionale figura istituzionale dell'impresa tende a venir meno, lasciando luogo ad esistenze meno catturabili con concetti definitivi e meno chiare nei loro confini. Si percepisce una realtà fatta di momenti di integrazione fra operatori diversi, agenti spesso su scala planetaria e avvalentisi dell'opera addirittura di sub-sistemi nei quali sono presenti individualità differenziate per organizzazione e dimensione. Queste nuove configurazioni, nelle quali può esservi spazio anche per un "piccolo e bello" abbisognano di essere sostenute e rese esplicite, in questa loro sistematicità, da un supporto giuridico-societario attualmente pressoché inesistente o ancora incerto nella formulazione. Un esempio può essere fornito dall'esperienza dei distretti, assai conclamata, a volte impropriamente esaltata come risolutiva di tutte le carenze, ma indubbiamente esistente e, nei suoi limiti, positiva. Esso comunque trova solo parziale accoglimento nel contesto giuridico a livello di prime manifestazioni non ancora in grado di esprimere e governare questa realtà nella sua compiutezza. Una ricerca molto valida ad opera di Enrico Saltarelli, ha dimostrato la possibilità di acquisire competitività da parte delle piccole imprese a condizione che esse siano parte di gruppi, ovvero non vivano autonomamente, ma formino sistema. In questa prospettiva si delinea una grande sfida per il diritto societario chiamato ad essere coerente con questi cambiamenti imposti dall'evoluzione dell'apparato industriale. Con riferimento specifico all'apparato produttivo italiano occorre tuttavia sottolineare che non c'è tempo da perdere; occorre muovere rapidamente nella direzione indicata sì da disporre di un contesto istituzionale e giuridico in grado di assecondare e promuovere il necessario processo di sviluppo economico.

**VARIABILI ESPLICATIVE DELLA RIORGANIZZAZIONE
DELL'APPARATO PRODUTTIVO**



RIORGANIZZAZIONE DELL'APPARATO PRODUTTIVO SCHEMA A COLONNE ET SCHEMA A RETE



Imprese piccole/medie:
SATELLITI PRIVE DI AUTONOMIA DI
MERCATO, DI FINANZA, DI STRATEGIA
RIGIDITA' DI COSTI E RIGIDITA' DI
OFFERTA (FORDISMO)



Imprese piccole/medie:
EREDI DELLE "FASI" DELL'
ORGANIZZAZIONE IN LINEA
ELEVATA SPECIALIZZAZIONE E
FLESSIBILITA' DI OFFERTA GRAZIE
ALL'AUTOMAZIONE FLESSIBILE

FRAGILITA' ED ECONOMIE DI SCALA

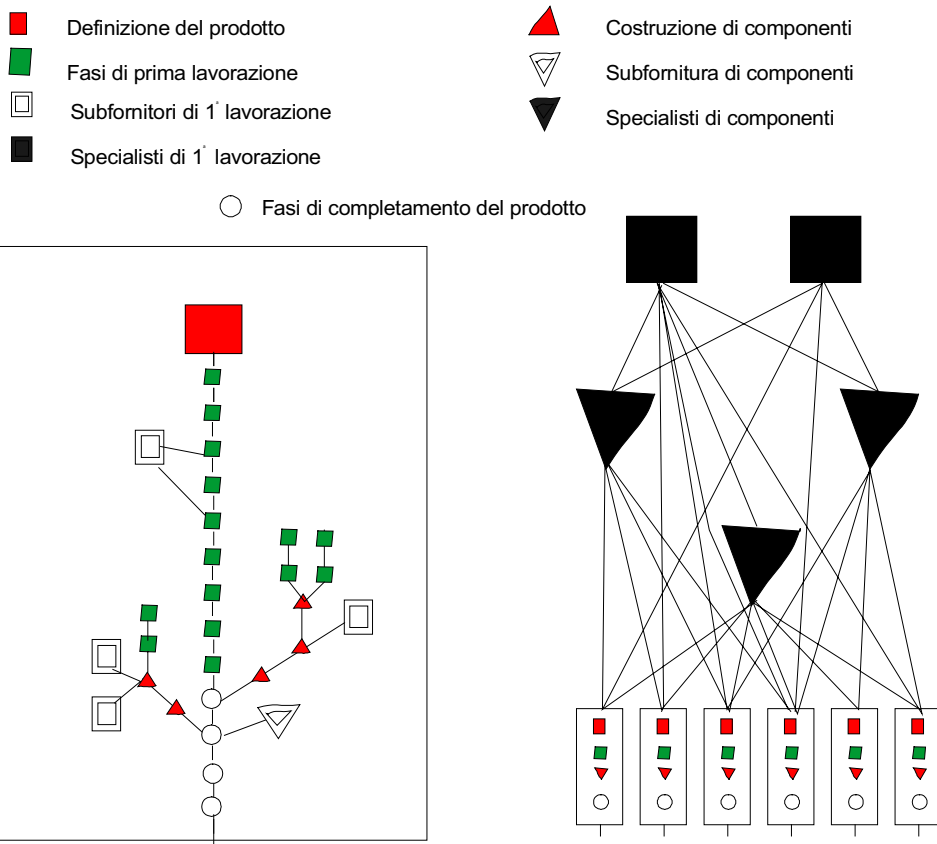
AUTONOMIA DI MERCATO



ECONOMIE DI GAMMA
(SCOPE ECONOMIES)

Fonte: Schemi tratti dalle lezioni di Economia dell'Impresa di G. M. Gros-Pietro, Anno accademico 1979-80,
Edizione non a stampa

**STRUTTURE INDUSTRIALI INTEGRATE VERTICALMENTE
E STRUTTURE INDUSTRIALI RETICOLARI**

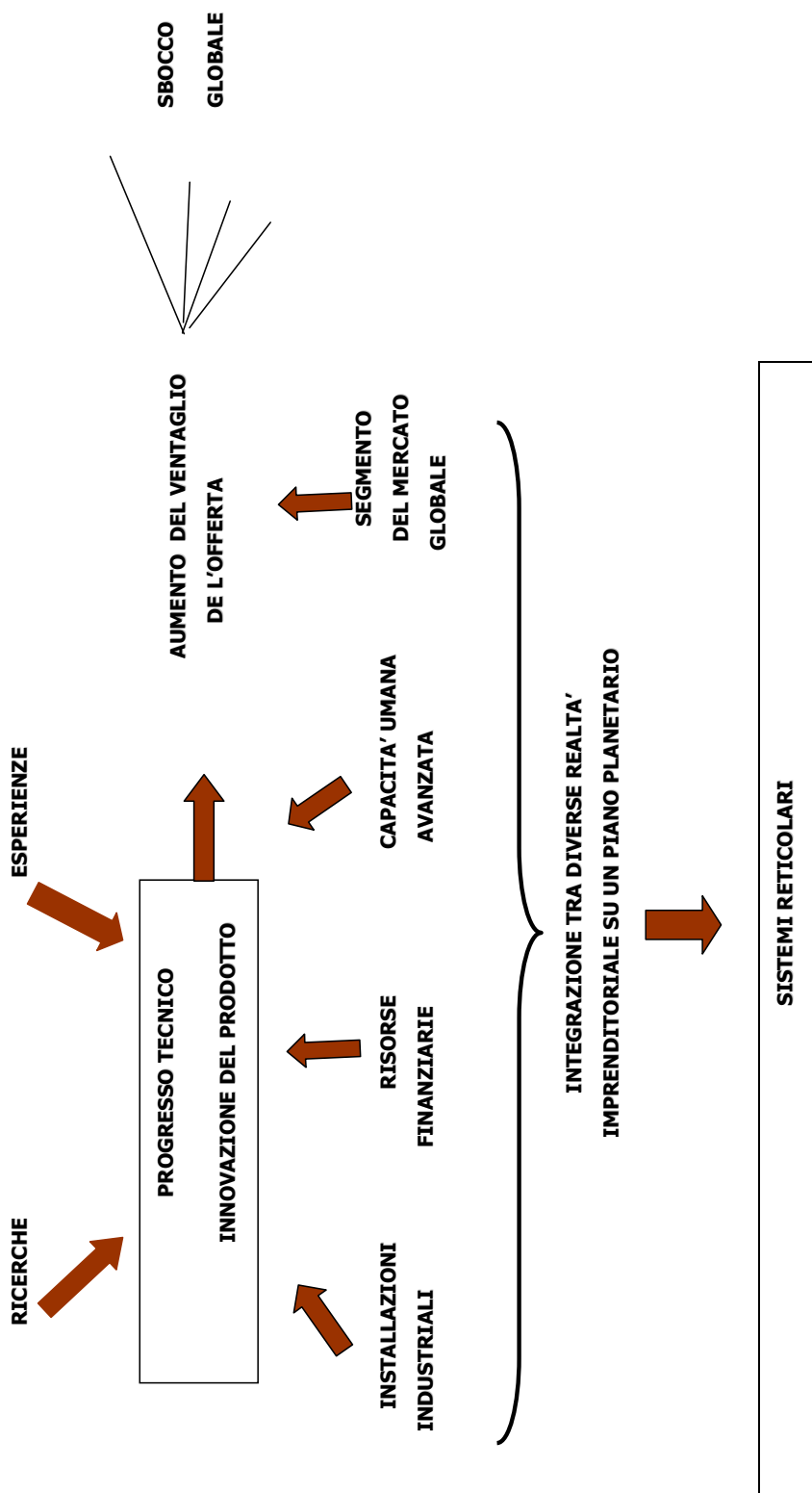


PRODOTTI DIFFERENZIATI DERIVANTI
DA UN UNICO PROCESSO E DIRETTI
AI SEGMENTI DI UNO STESSO MERCATO

PRODOTTI SPECIALIZZATI DESTINATI A
MERCATI DIVERSI, MA AVENTI IN COMUNE
ALCUNI COMPONENTI, O FASI DI
LAVORAZIONE

Fonte: Schemi tratti dalle lezioni di Economia dell'Impresa di G. M. Gros-Pietro, Anno accademico 1979-80, Edizione non a stampa

TENDENZE VERSO IL SISTEMA RETICOLARE AVANZATO



PROBLEMI E PROSPETTIVE DEL DIRITTO SOCIETARIO ITALIANO

ROBERTO WEIGMANN

Una caratteristica comune al diritto delle società per azioni tedesco ed italiano è stata finora la sua natura prevalentemente imperativa. Sebbene infatti manchi nel nostro codice civile una norma simile al § 23, 5° comma, dell'*Aktiengesetz* germanico, secondo il quale le deroghe statutarie sono possibili soltanto qualora la legge espressamente le autorizzi, la giurisprudenza italiana tende ad interpretare le disposizioni legislative come vincolanti ed a comprimere l'autonomia statutaria.

È stato con il Testo Unico del 1998 (d. leg. 24 febbraio 1998, n.59) che si è tentato, per le società quotate su un mercato regolamentato, di invertire la tendenza. Infatti, pur essendo stati rafforzati i diritti delle minoranze, si è lasciato agli statuti lo spazio di potenziarli ulteriormente, in sintonia con quella linea di pensiero, diffusa dai liberisti americani, che, se davvero gli investitori apprezzano la facoltà di dotarsi di tutele più vigorose, sono anche disposti a pretendere prezzi più bassi per offrire capitale alle società che maggiormente li proteggono.

Sebbene il tempo trascorso dall'emanazione del Testo Unico sia ancora troppo breve per trarne un bilancio compiuto, si è constatato che le società emittenti hanno fatto scarsissimo uso dei margini ad esse concessi per modellare il loro ordinamento nel modo più confacente ai loro interessi. Anche il presidente della Consob, nella sua relazione di quest'anno, ha stigmatizzato questo atteggiamento di chiusura. Sintomatico è l'esempio della fissazione del numero dei sindaci, giacché si contano sulle dita di una mano le società che hanno preferito un collegio composto da più di tre membri, nel qual caso alla minoranza spetta il diritto di nominarne almeno due, vale a dire un quantitativo che darebbe ai medesimi la facoltà di convocare l'assemblea generale degli azionisti. Se ne dovrebbe dedurre o che agli investitori non importa gran che di godere di strumenti rafforzati di protezione o che i soci di controllo combattono contro il sorgere di antagonisti interni e sono disposti a sopportare un prezzo, quello del maggior costo delle emissioni, perché evidentemente è inferiore a quanto ricavano da una più libera sovranità.

Gli artefici degli statuti non hanno nemmeno dato prova di una brillante fantasia. Nelle società quotate si potrebbe immaginare un collegio sindacale di nove membri ed un consiglio di amministrazione di tre e ci si avvicinerebbe così al modello dualistico della legge tedesca. Certo, a differenza dell'*Aufsichtsrat*, ossia del consiglio di sorveglianza, un collegio sindacale allargato non avrebbe il potere di nominare gli amministratori è quello di approvare il bilancio. Ma, siccome nelle società quotate al collegio sindacale è stata tolta la verifica contabile ed invece affidata una valutazione della bontà dei sistemi interni di gestione e di controllo simile a quella che i vari codici di autodisciplina raccomandano di assegnare ad appositi comitati formati da amministratori indipendenti, questo obiettivo si potrebbe raggiungere ancor meglio per il tramite dei sindaci, tenendo anche conto del fatto che un buon numero dei componenti il collegio sarebbe designato da soci estranei al gruppo di comando e quindi verrebbe costituito da soggetti non legati agli amministratori a tempo pieno, cioè ai cosiddetti *executives*.

Stando così le cose, è pensabile che le forze spontanee del mercato conducano da sole ad individuare le soluzioni normative più efficienti? Storicamente non si deve dimenticare che la maggior parte delle prescrizioni legislative sono state rese più stringenti per contrastare gli abusi emersi in crisi economiche. È poi assennato considerare che lo scandalo provocato dalla scoperta di guasti in una società si propaga nel mercato ed alimenta un clima di sospetto e di sfiducia che nuoce a tutte le emittenti. Sicché non mancano gli argomenti per patrocinare un ruolo attivo del legislatore che si esprima anche mediante norme imperative.

Per le società che non fanno appello pubblico al risparmio lo spazio per la libertà contrattuale indubbiamente potrebbe essere più ampio. Però nei paesi anglosassoni

l'autonomia nella fissazione delle regole statutarie è bilanciata dai poteri correttivi del giudice, che gli derivano dalla giurisdizione di *equity*, in virtù della quale egli deve fornire il rimedio più idoneo per correggere il torto patito. Sicché il magistrato può anche ordinare delle condotte attive, come il pagamento di congrui dividendi o la nomina di un socio ad amministratore se essa era implicita nei patti o anche l'acquisto delle quote dai minoritari per tagliare alla radice la prosecuzione degli abusi da parte del socio di maggioranza. Nel diritto italiano, come in quello tedesco, il giudice non può arrivare a tanto: il rimedio tipico consiste nell'annullamento di una decisione sociale, non nella sua sostituzione autoritativa con altra di diverso tenore. Oggi sembra poco probabile, nel clima di ostilità che le forze politiche fomentano contro la magistratura, che ad essa con una riforma si attribuiscono più forti poteri di intervento negli equilibri interni delle società e quindi delle imprese private. Nondimeno dal modello americano è troppo comodo copiare solo ciò che piace ed invece trascurare ciò che non garba, poiché una riforma zoppa è un cattivo servizio reso al paese. E si può chiudere al riguardo ricordando che il sistema giudiziario anglosassone è molto più legato all'etica di quanto non sia il nostro, ove dal magistrato si pretende piuttosto il rispetto formale della legge: nel mondo di *common law* su tutto il resto prevalgono alcuni obiettivi, come la lotta alla frode o il rispetto della parola data e la mentalità sociale è molto più disponibile ad accettare le decisioni che tali valori tutelano.

In un sistema economico qual è quello italiano, in cui la forza trainante è quella delle piccole e medie imprese, ci si può chiedere se la legge debba suggerire, promuovere o addirittura vincolare la scelta del tipo di società più adatto. Nel contesto europeo oggi domina statisticamente il modello della società a responsabilità limitata. Nel nostro paese il numero di società appartenenti a questo tipo capitalistico solo da poco tempo ha superato quello delle società in nome collettivo o in accomandita semplice ed anzi, sommate insieme, le società di persone continuano ad essere più numerose che non quelle di capitali. In esse i soci sono in genere due o tre. Poche risultano ancora le società a responsabilità limitata costituite da un unico socio.

Anche se mancano delle indagini empiriche documentate, l'esperienza induce a credere che nella scelta del tipo sociale un ruolo dominante sia giuocato dal carico tributario previsto. Nelle società di persone il reddito è proporzionalmente imputato ai soci, in quelle di capitali alla persona giuridica. Nel primo caso esso si cumula con gli altri redditi individuali e soggiace ad aliquote progressive per scaglioni; nel secondo esso è anzitutto colpito in percentuale fissa e solo i dividendi distribuiti si aggiungono agli altri redditi del percettore, con un recupero del credito d'imposta. Finché i soci non entrano nelle fasce elevate di reddito, il primo modello è dunque più conveniente. Altro motivo di preferenza per i tipi di società personali è la mancanza di pubblicità dei bilanci e il minor carico di adempimenti contabili. Siccome nelle società poco abbienti i creditori forti, come le banche, esigono comunque delle garanzie personali dai soci, la responsabilità illimitata che grava normalmente su chi partecipa ad una società in nome collettivo o sugli accomandatari non è sentita come un peso troppo gravoso. Un difetto delle società di persone sta invece nella difficoltà di pilotare la successione, poiché ogni ingresso di nuovi soci, ivi compresi gli eredi, abbisogna del consenso di tutti i partecipanti. Altro inconveniente è poi quello di non poter attribuire l'amministrazione ad estranei, cosicché un manager può fungere solo da istitutore, ossia da direttore generale. Sotto questo profilo il tipo capitalistico è più funzionale alla crescita, sia della base sociale sia delle risorse umane esterne.

Fra le società di capitali solo quelle azionarie possono emettere obbligazioni. Questa prerogativa spiega perché molte non si trasformino nel modello a responsabilità limitata. Forse sul punto la legislazione italiana andrebbe corretta, poiché essa si ispira a dei

limiti quantitativi alla capacità di emissione che, in un conteso multinazionale, sono facilmente aggirabili; basta infatti affidare l'emissione di titoli a reddito fisso ad una consociata straniera, garantendoli con una fideiussione della società madre italiana, per superare l'ostacolo, come si è visto nel corso di una recente grandiosa offerta pubblica di acquisto.

Vorrei chiudere con una domanda a cui i colleghi tedeschi potrebbero opportunamente rispondere. In Italia la giurisprudenza fermamente impedisce alle persone giuridiche di diventare socie di una società di persone e quindi non è consentito di adottare uno schema del tipo di quello tedesco della GmbH&Co. KG, ossia di un'accomandita semplice nella quale accomandatario è una società a responsabilità limitata cui partecipano gli stessi accomandanti. È chiaro che in questo modo si elimina sostanzialmente la responsabilità illimitata di chi guida la società. Come valutare, a distanza di ottant'anni dalla sentenza del *Reichsgesicht* che in Germania aprì la strada a questa combinazione atipica, i risultati che ne sono conseguiti? Si può dire che i vantaggi superino gli inconvenienti? Poiché oggi nella commissione di riforma del diritto societario si discute se cambiare la regola del diritto vivente, qualche suggerimento da chi già conosce il fenomeno arriverebbe gradito.

CORPORATE GOVERNANCE IN GERMANY – SVILUPPI ATTUALI

THEODOR BAUMS

Il mio compito qui è di parlare dei progetti legislativi relativi alla riforma della *corporate governance* in Germania o anche più generalmente della legislazione riguardante le società di capitali, perché toccherò anche aspetti di *corporate finance* ed altre questioni di diritto organizzativo. Ho suddiviso l'argomento in quattro parti che vorrei trattare brevemente. Inizialmente esaminerò la legge sulle azioni nominative, che già è stata menzionata ieri. Poi esiste una bozza di legge sulle offerte pubbliche di acquisto, anch'essa già nominata ieri. In terzo luogo vorrei parlare dei progetti ormai molto avanzati della Quarta legge di promozione del mercato finanziario. Infine, nella parte principale, spiegherò le proposte della Commissione governativa sulla *corporate governance*.

Quali sono i punti da sottolineare rispetto alla legge sulle azioni nominative?(1) Vorrei dare tre informazioni in proposito. In Germania – ad eccezione del settore assicurativo – l'azione nominativa, in effetti sprofondata in un sonno centenaria, dovrebbe acquistare un significato maggiore in linea con gli *standard* internazionali. A questo scopo, il registro delle azioni nominative sarà gestito elettronicamente, o comunque esisterà la possibilità di organizzarlo in tale maniera. Un altro aspetto di questa legge – anche se dal titolo non lo si capisce subito – è che sono aumentate le possibilità di sfruttare le moderne tecnologie di comunicazione, sia per quanto riguarda le attività del consiglio di sorveglianza sia – e soprattutto – in relazione allo svolgimento delle assemblee generali. Il terzo punto importante della legge, che è stato aggiunto soltanto alla fine della discussione della stessa in Parlamento, riguarda la delega del voto. Il nostro sistema tradizionale, cioè il diritto di voto delle banche per le azioni depositate presso di esse, che tanto è stato criticato, sarà ora integrato con un diritto di voto amministrativo, cioè una specie di *proxsystem* progettato sul modello americano. Grazie a questo sistema, il consiglio d'amministrazione può nominare degli impiegati dell'azienda oppure un revisore dei conti, a cui gli azionisti possono delegare i loro voti. Si tratta di una novità venuta davvero a sorpresa: non prevista nella bozza di legge, è stata inserita durante la lettura al *Bundestag*. Questo diritto di voto amministrativo è già in uso e cambierà notevolmente gli equilibri di potere nelle nostre società aperte al pubblico. Grazie a questa novità, all'agevolazione fiscale della vendita delle partecipazioni detenute ed alla riduzione delle cariche nei consigli di sorveglianza, in futuro si risolverà da sé, almeno per le nostre grandi aziende, il vecchio tema dello strapotere delle banche. Nelle società aperte al pubblico, il potere si sposterà ulteriormente verso il *management*. Anche questo è, se volete, un passo verso il sistema americano. Questi sono i punti fondamentali della legge sulle azioni nominative. È entrata in vigore all'inizio di quest'anno.

Passiamo al secondo punto, la bozza di una legge sulle acquisizioni(2). Entro la fine dell'anno la Germania avrà una legge sulle offerte pubbliche di acquisto. Essa interesserà tre settori: innanzitutto saranno regolate le offerte pubbliche di acquisto di titoli su base volontaria, comprese quelle che puntano sull'acquisizione del controllo di una società; in secondo luogo saranno previste delle offerte obbligatorie, cioè l'obbligo di presentare un'offerta su tutti i titoli di una società per coloro che detengono il 30 per cento della proprietà azionaria di una società quotata in borsa; ed infine ci sarà una regola del *freeze out* secondo il modello internazionale.

(1) Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (NaStraG) (*Legge sulle azioni nominative e sulla facilitazione dell'esercizio del diritto di voto*) del 24.1.2001, BGBl. (GU) I 2001 n. 4 p.123

(2) Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (*Bozza di una legge sul regolamento delle offerte pubbliche d'acquisto di titoli e delle acquisizioni aziendali*) del 17.08.2001, documento ufficiale del Bundesrat 574/01.

Il terzo punto che potrebbe interessare qui, e al quale vorrei accennare brevemente, è la bozza della “Quarta legge” sulla promozione del mercato finanziario (3). Da anni la Germania sta cercando di modernizzare la sua legislazione sul mercato finanziario, in parte in seguito alle direttive dell’Ue, ma in parte anche nel tentativo di adattarsi di più agli *standard* internazionali. Per questo motivo erano state varate le tre precedenti leggi sulla promozione del mercato finanziario, e ora è stata elaborata la quarta. Il punto centrale di quest’ultima è la modernizzazione della legge sulla borsa. È necessario deregolamentare la vecchia legislazione sulla borsa adattandola alle moderne tecnologie di comunicazione ed informazione; inoltre – e questo è un punto molto importante – vanno riformulate le norme sulla manipolazione delle quotazioni. Secondo i programmi attuali, questa legge dovrebbe entrare in vigore alla metà dell’anno prossimo.

Arrivo dunque all’ultimo punto ed all’argomento centrale del mio intervento, cioè al lavoro della Commissione governativa sulla *corporate governance* da me presieduta(4).

Qual è il compito di questa commissione? Essa deve esaminare criticamente il sistema tedesco della *corporate governance* in considerazione di una serie di sviluppi recenti. In primo luogo c’è l’internazionalizzazione della proprietà azionaria. Quando la Vodafone ha presentato alla Mannesmann – una delle nostre grandi società aperte al pubblico, un’offerta pubblica d’acquisto – abbiamo visto che la maggioranza dei titoli era detenuta da soggetti esteri. E certamente Mannesmann non è l’unico caso. Quindi la proprietà azionaria si sta internazionalizzando: grandi investitori istituzionali, soprattutto anglosassoni, comprano pacchetti sostanziosi delle nostre società aperte al pubblico. Quali sono le relative norme giuridiche? Come vengono trattati, informati, invitati gli azionisti esteri? Questa è la prima domanda.

La seconda domanda riguarda l’impegno di larghi strati della popolazione sul mercato finanziario. La parola d’ordine in questo contesto sono i fondi pensione a capitalizzazione. Anche in questo contesto possiamo parlare di istituzionalizzazione della proprietà azionaria. Molti soldi privati vengono investiti in fondi d’investimento, e presto avremo anche in Germania i fondi pensione.

Il terzo punto che ci costringe di adeguare le nostre norme agli sviluppi attuali è il progresso delle moderne tecnologie d’informazione e di comunicazione. Infine, la commissione governativa è stata istituita anche per rispondere alla domanda se l’attuale legislazione sulle società per azioni ammette la promozione di un mercato attivo per i capitali di rischio oppure se, al contrario, l’ostacola.

Cosa proponiamo? Abbiamo elaborato circa centocinquanta consigli che, naturalmente, non posso presentare tutti qui. Ho quindi scelto alcuni punti che, secondo me, potrebbero essere interessanti in quest’occasione. Prima, però, vorrei dire qualcosa sugli argomenti di cui *non* ci occupiamo. Non ci occupiamo, ad esempio, della gestione imprenditoriale nel modello tedesco. Naturalmente si tratta di una decisione piuttosto

(3) Ministero federale delle Finanze, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) (Bozza di una legge sullo sviluppo ulteriore della piazza finanziaria tedesca (Quarta legge sulla promozione del mercato finanziario) del 3.9.2001 (paper per la discussione).

(4) Vedi: Baums (Ed.), “Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts”. Köln, Verlag Dr. Otto Schmidt, 2001. La relazione uscirà anche come documento ufficiale del Bundestag e può inoltre essere scaricata da Internet alla pagina www.otto-schmidt.de/corporate-governance.htm. Una traduzione inglese dei consigli della Commissione può essere scaricata da Internet all’indirizzo www.shearman.com/documents/government_panel.pdf.

discutibile (a scuola il professore probabilmente ci avrebbe detto di essere andati parzialmente fuori tema). Il motivo, comunque, è duplice: innanzitutto avremmo certamente avuto problemi enormi a trovare un consenso all'interno della commissione; e poi, legato a quest'aspetto, c'era il problema del tempo. Dovevamo presentare le nostre proposte entro la metà di quest'anno e così abbiamo fatto la seguente considerazione: sia in Germania che negli altri paesi europei si stanno raccogliendo esperienze e formulando aspettative che riguardano la costituzione della "Europa SpA" e, in quel contesto, anche la cogestione. Questa discussione è appena iniziata: ci si sta ancora chiedendo quali sono i modelli possibili. Abbiamo quindi pensato che sarebbe precoce affrontare il tema della cogestione sotto tutti gli aspetti, visto che si tratta di un campo di prova su cui abbiamo appena messo piede. Ma c'è anche un altro fatto molto interessante che va esaminato attentamente: il Consiglio social economico dei Paesi Bassi ha appena proposto una modifica del modello olandese di cogestione (5). Questo modello è molto interessante per la nostra discussione, e non soltanto dal punto di vista teorico. Anche dal punto di vista pratico esso potrebbe avere ripercussioni sensibili sugli sviluppi in Germania. Pensate ad uno scenario di questo tipo: se venisse a mancare la teoria della sede, seguita anche dalla Germania, se quindi diventano possibili le fusioni internazionali finora impossibili oppure lo spostamento della sede di una società in un altro paese, allora si potrebbe immaginare benissimo che le *holding* tedesche di gruppi internazionali si trasferiscano ad esempio ad Amsterdam, un ambiente che non prevede la cogestione per queste *holding* internazionali, che contemporaneamente è vantaggioso dal punto di vista fiscale e che inoltre è molto vicino alla Germania. In effetti, si tratta di uno scenario piuttosto realistico. Bisognerà quindi affrontare soprattutto il problema delle *holding* tedesche con cogestione all'interno di gruppi internazionali. Questo, però, è un processo talmente difficile che la commissione governativa ha deciso – del resto all'unanimità e in accordo con il Cancellierato – di escludere per ora dal suo lavoro tutte le questioni legate alla cogestione.

Visto che la cogestione riguarda il consiglio di sorveglianza e quindi presuppone il duplice vertice aziendale di consiglio d'amministrazione e consiglio di sorveglianza, non si cambia niente nemmeno in riferimento a questo sistema. Non sarà neanche proposta l'introduzione dell'opzione per un modello *one-board* come in Francia. La possibilità di una tale opzione richiederebbe un'enorme attività di regolamentazione. Forse un'opzione del genere dovrebbe essere considerata nel contesto dell' "Europa SpA". Per ora, comunque, abbiamo tralasciato la possibilità di eliminare del tutto il *two-tier-system* o di introdurre un'opzione come quella delineata.

Arriviamo ora alle raccomandazioni della Commissione. Prima di tutto, la Germania dovrebbe ricevere un *code of best practice* per le società quotate in borsa. Finora lo strumento di regolamentazione è essenzialmente il diritto cogente delle società per azioni. Un tale diritto cogente sulle società, vincolante dal punto di vista del contenuto, tratta però alla stessa maniera tutte le società, anche se sono di strutture diverse, di settori diversi, di grandezze diverse. Abbiamo pertanto riflettuto su eventuali alternative ed integrazioni, concentrandoci soprattutto sul *combined code* inglese, elaborato da un gruppo di esperti. Questo codice comprende dei punti generali, delle regole di base che ogni società quotata in borsa deve rispettare in linea di principio, a meno che essa non dica: questa o quella regola non è adatta alla nostra condizione, illustrando questa posizione al mercato finanziario elencandone i motivi. Il principio è quindi quello del *comply or explain*. In Gran Bretagna, le società sono costrette ad attenersi perché

(5) Sociaal-Economische Raad "Het functioneren en de toekomst van de Structuurregeling", L'Aja 2001.

altrimenti rischiano il *delisting*. In Germania una sanzione simile non è attuabile, per motivi che ora non posso spiegare. Da noi si potrebbe però includere il principio di *comply or explain* nella legge sulle società per azioni. In questo caso, i consigli di amministrazione e di sorveglianza dovrebbero affermare pubblicamente una volta l'anno di attenersi alle raccomandazioni del codice pubblicato nella gazzetta ufficiale oppure, se essi non si attenessero a determinati elementi, dovrebbero spiegarne i motivi. I revisori dei conti avrebbero il compito di verificare se la dichiarazione di *compliance* effettivamente è stata fatta oppure, in caso contrario, se sono stati indicati i motivi per cui si sono invece scelte delle alternative. Crediamo che si possa così scegliere un'impostazione di regolamentazione più flessibile nei settori adeguati. La nostra speranza è inoltre che in questo modo si possa arrivare ad una *deregulation* della nostra legislazione cogente sulle società per azioni nelle questioni trattate dal codice. Eventuali deviazioni dal codice le valuterebbe il mercato finanziario. Se le raccomandazioni non fossero osservate in maniera sistematica senza che sia stata presentata una spiegazione convincente dei motivi, potrebbe eventualmente anche intervenire il legislatore.

Il secondo settore di cui ci siamo occupati riguarda il consiglio d'amministrazione ed il consiglio di sorveglianza. Ho già detto che in linea di principio non si toccherà la costituzione aziendale né il duplice vertice. Le proposte della Commissione comprendono però una serie di singole proposte per una migliore *corporate governance*. Così si migliora l'informazione del consiglio di sorveglianza tramite il consiglio d'amministrazione. A causa della cogestione, il consiglio di sorveglianza è purtroppo costretto ad un'evidente posizione di seconda linea, un fatto che indebolisce il compito di sorveglianza del consiglio. Vogliamo quindi migliorare gli strumenti che esso ha a disposizione aumentando però contemporaneamente la sua responsabilità e creando così stimoli d'efficienza anche da questo punto di vista.

Così arrivo al prossimo punto: in futuro dovrebbe essere possibile rendere effettiva la responsabilità del consiglio d'amministrazione e del consiglio di sorveglianza grazie alla possibilità degli azionisti di presentare ricorso in alcuni casi. Attualmente questa possibilità non esiste. I vantaggi che mi aspetto da questo cambiamento non consistono, comunque, tanto in una compensazione dei danni a causa di una responsabilità *ex post*, quanto negli stimoli che esso produce *ex ante*.

Un altro punto importante relativo agli organi direttivi è che bisogna aumentare la trasparenza nella compensazione dei membri del consiglio d'amministrazione, soprattutto in riferimento ad eventuali programmi di opzioni azionarie.

Arrivo quindi al terzo complesso di questioni dopo il codice di comportamento e gli organi direttivi: l'assemblea generale. Nella preparazione e nello svolgimento delle assemblee si dovrà ricorrere molto di più alle tecnologie moderne. Secondo le nostre proposte, dovremmo avere la possibilità di una partecipazione immediata alle assemblee tramite Internet. Già ora la legge sulle azioni nominative prevede una partecipazione *online*, ma soltanto secondo un modello di rappresentanza. Questa possibilità dovrebbe ora essere allargata alla partecipazione diretta. Nelle piccole società sarà addirittura possibile organizzare pure "assemblee di *cyberspace*". Inoltre vogliamo ridimensionare quei fastidiosi giochetti di domande e risposte ai quali si è costretti ad assistere spesso nelle assemblee delle società tedesche quotate in borsa. Dovrà essere possibile limitare, grazie al regolamento interno, i tempi degli interventi ed il numero delle domande che ogni azionista potrà fare ai singoli punti dell'ordine del giorno. Se gli elenchi delle domande fossero molto lunghi, magari essi andrebbero spediti in anticipo. Anche prima dell'assemblea si farà quindi maggiore ricorso alle tecnologie moderne.

Arriviamo così al problema della tutela di investitori ed azionisti. Già ieri abbiamo parlato della necessità di migliorare le procedure di controllo dei premi per i *manager*, le cosiddette procedure arbitrali. Esse vanno soprattutto notevolmente abbreviate. A questo scopo abbiamo preparato una serie di singole proposte. Un altro punto – e qui temo di trovarmi in contrapposizione con il mio collega Wenger – è che vanno rimossi i blocchi decisionali dovuti ai ricorsi non motivati o impropri. Finora vale il principio che le modifiche statutarie o altri cambiamenti strutturali, per poter entrare in vigore, vanno iscritti nel registro delle società. Se un azionista in possesso di una sola azione presenta un ricorso d’annullamento contro una decisione, ad esempio la decisione di aumentare il capitale sociale, egli può andare dall’ufficiale del registro e dire: “Probabilmente presenterò ricorso” oppure “Ho già presentato ricorso, per favore, non registri la decisione”. In questi casi spesso la registrazione viene sospesa. Ciò significa che un azionista in possesso di una sola azione dell’importo nominale di un euro – che, tra l’altro, ridurremo, perché vogliamo ammettere uno *split* azionario fino ad un *cent* – può bloccare decisioni di enorme importanza per una grande azienda, e per farlo basterà magari un ricorso insufficientemente motivato, inammissibile oppure presentato con abuso del diritto. Ciò non è più accettabile. Dal punto di vista economico si tratta di una *hold-up-situation* che porta ad inefficienze. Secondo la nostra proposta – e qui siamo d’accordo con il Consiglio dei giuristi tedeschi – il tribunale che deve decidere del ricorso deve poter disporre la registrazione con una decisione provvisoria oppure con una decisione di una procedura sommaria.

Un'altra parte dei nostri suggerimenti riguarda la tutela degli investitori. Al nuovo mercato abbiamo dovuto assistere ad una serie di cose che non ci sono piaciute per niente. Trovare soluzioni in questo campo è essenzialmente compito dell’autoregolazione delle borse e in parte della “Quarta legge” sulla promozione del mercato finanziario. Pertanto ci siamo occupati soltanto della questione della responsabilità dei membri del consiglio d’amministrazione e del consiglio di sorveglianza in riferimento alle false informazioni – colpose o dolose – date al mercato finanziario. Si tratta di un fenomeno che può verificarsi, ad esempio, nel contesto della pubblicità *ad hoc*, in occasione di incontri tra gli analisti, nelle assemblee generali oppure nelle lettere indirizzate agli azionisti. Attualmente è previsto un risarcimento danni, ma si tratta di una possibilità alquanto teorica, perché in pratica essa presuppone la prova di un reato. Bisognerebbe invece sganciare le due cose. Proponiamo quindi di introdurre un vero e proprio reato di responsabilità nello svolgimento dell’attività di gestione che dovrebbe anche comprendere l’informazione falsa a livello colposo, in questo caso, comunque, con un limite massimo affinché che la responsabilità resti assicurabile. Inoltre consigliamo un sistema in cui è possibile fare valere i propri diritti anche a livello collettivo. Un piccolo azionista con un danno di mille o anche tremila marchi normalmente non persegue i suoi diritti: egli pondera vari fattori – l’obbligo di anticipare una parte dei costi processuali, il rischio di perdere il processo e l’impiego di tempo, che nessuno gli restituirà mai, nemmeno se vince – e tutto ciò fa sì che questo tipo di ricorso molto spesso non viene presentato. D’altra parte non è nemmeno auspicabile avere un numero ingente di singoli ricorsi. Proponiamo pertanto che questi diritti possano essere fatti valere anche a livello collettivo. Non avremo, comunque, dei *class action* di stile americano con onorari per gli avvocati in caso di successo.

Il prossimo argomento di cui ci siamo occupati è il settore della *corporate finance*. Abbiamo suggerito numerose misure di *deregulation*, soprattutto in riferimento alle esigenze delle aziende finanziate con capitali di rischio, allo scopo di rendere per loro più attraente la forma della società per azioni. Inoltre proponiamo una serie di nuovi strumenti di finanziamento finora sconosciute nella legislazione tedesca: dividendi inter-

medi, dividendi in natura, *redeemable shares*, *contingent shares* e *tracking stock*, tutti strumenti usati nell'area anglosassone.

Un altro argomento di cui ci siamo occupati riguarda le tecnologie dell'informazione ed il diritto delle società. La Commissione ha studiato la legge sulle società per azioni ed il codice commerciale, almeno per quanto riguarda le norme sul registro commerciale e la compilazione del bilancio, chiedendosi dove si può promuovere l'uso delle nuove tecnologie. Del gran numero di proposte vorrei presentare qui una soltanto: la Germania dovrebbe avere un portale Internet unitario, il Registro Commerciale Tedesco, con *links* con i singoli registri commerciali, con il *Bundesanzeiger* (foglio annunci legali) che pubblica i bilanci annuali e gli inviti alle assemblee generali, e con la banca dati dell'Ufficio Federale di Vigilanza sul Commercio in Titoli di Francoforte che dispone di una banca dati sulla pubblicità *ad hoc* e le partecipazioni delle aziende, cioè sulle quote più grandi di diritti di voto delle nostre aziende più grandi quotate in borsa.

L'ultimo argomento di cui ci siamo occupati è la revisione. Anche qui abbiamo presentato una serie di proposte. Ne vorrei menzionare due. La prima è il miglioramento dell'*enforcement system*. La Germania dovrebbe ottenere, sul modello inglese, un *financial reporting and review panel*, cioè una struttura privata che, in seguito ad un reclamo presentato da investitori o creditori, controlla i bilanci annuali e che può contestare eventuali violazioni di *standard* di rendiconto oppure delle stesse norme giuridiche in materia. Per i casi del genere esiste attualmente soltanto la richiesta d'annullamento che, però, comporta effetti molto estesi ed inoltre non può essere presentata nei casi di violazione degli *standard* di rendiconto. Seguiamo pertanto il modello inglese, un modello volontario, deregolato, organizzato privatamente: se il consiglio d'amministrazione non è disposto ad un colloquio, il *panel* deve avere la possibilità di presentare ricorso contro il bilancio annuale e la sentenza andrebbe poi pubblicata.

Particolarmente importante è poi l'indipendenza finanziaria e personale del revisore. Le società di revisione, soprattutto i *big five*, ma anche quelle più piccole, offrono oggi un gran numero di servizi di consulenza oltre alla revisione vera e propria: il controllo dei corrispettivi in natura, i controlli delle fusioni, il *body-lease*, l'elaborazione di sistemi di *management* del rischio ecc. Ne possono derivare dei conflitti d'interesse, soprattutto quando l'onorario pagato per questi servizi supera di parecchio quello della revisione del bilancio. La richiesta dei servizi di consulenza viene fatta dal consiglio d'amministrazione, cioè proprio dall'organo il cui operato deve essere controllato, dal punto di vista del rendiconto, da parte dei revisori su richiesta del consiglio di sorveglianza. I conflitti d'interesse sono evidenti. Abbiamo studiato attentamente il modello statunitense – un insieme di norme molto complicate e burocratiche – le proposte della Commissione europea e dell'IFAC e consigliamo, senza però essere entrati troppo nei dettagli, un modello di trasparenza e pubblicità. Pensiamo che il consiglio di sorveglianza – il comitato di *auditing* oppure il *plenum* stesso – sia l'organo che debba occuparsi dell'indipendenza del revisore. Il revisore stesso deve comunicare al consiglio di sorveglianza il tipo di eventuali altri servizi di consulenza svolti e l'ammontare ricevuto per essi dalla società nell'anno precedente. Inoltre esso deve tempestivamente informare il presidente del consiglio di sorveglianza dell'accettazione di eventuali ulteriori servizi assunti su richiesta del consiglio d'amministrazione. Il consiglio di sorveglianza deve poi dichiarare all'assemblea generale di essersi occupato dell'indipendenza del revisore e di non avere dubbi in merito, senza che l'ammontare degli onorari vada però reso pubblico nei dettagli.

Alla fine vorrei dire due parole sulla realizzazione politica delle nostre proposte. Il codice di comportamento, cioè il codice di *corporate governance*, dovrebbe essere elaborato ed entrare in vigore entro l'inizio dell'anno prossimo. La relativa commissione è

già stata nominata. Alcuni dei punti più importanti dovrebbero essere regolati entro la legislatura in corso con una “Legge sulla pubblicità e trasparenza”; ne farà parte soprattutto l’inserimento del codice grazie al principio “*comply or explain*”. Nella prossima legislatura si attuerà probabilmente una riforma della legge sulle società per azioni e di alcuni rami scelti del codice commerciale.

PROGETTI DI RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO ITALIANO

CARLO ANGELICI

Credo ormai acquisita la constatazione, e mi sembra pienamente confermata dalle discussioni di questi giorni, che i problemi posti da un processo riformatore del diritto societario non si prestano ad essere affrontati e risolti su un piano soltanto logico e sulla base di astratte considerazioni di efficienza. Per essi, come è inevitabile alla luce degli interessi coinvolti, certamente risultano assai rilevanti non soltanto la necessità di attentamente valutare gli assetti economici riscontrabili nel singolo momento storico, e quindi la specifica fase di evoluzione in cui si trova il mercato di riferimento dell'ordinamento che si vuole riformare, ma anche i suoi, ugualmente specifici, equilibri socio-culturali, in definitiva politici.

Il punto può ormai ritenersi definitivamente chiarito. Basta in proposito ricordare il modello storiografico da tempo elaborato da Mark Roe, e la recente sottolineatura ad opera di questo autore del ruolo che nell'evoluzione degli ordinamenti svolge la *path dependence*.

È in questo senso, del resto, che il prof. Hopt ci ha qui ricordato la sorte che in Svizzera ha avuto la società a responsabilità limitata: un modello organizzativo offerto dal legislatore agli operatori e che al di là della sua adeguatezza sul piano tecnico-formale è risultato, evidentemente per ragioni culturali e socio-economiche, largamente inutilizzato, non ha certo avuto il successo che il corrispondente modello ha ottenuto nel sistema tedesco.

Ma in questo stesso senso si può anche ricordare quanto è spesso accaduto in sede di attuazione delle direttive comunitarie. Proprio nella nostra materia si sono infatti verificati evidenti fenomeni di rigetto da parte degli ordinamenti statali, con il risultato a volte che direttive volte all'armonizzazione dei sistemi degli stati membri hanno in definitiva provocato accentuate disarmonie. Si pensi soltanto, per limitarci a ricordare il più noto esempio, a tanti degli aspetti cui si volgeva la prima direttiva del 1968, come in particolare quelli concernenti la disciplina della invalidità della società oppure degli atti compiuti prima dell'iscrizione.

Ed è su questo piano, considerando cioè che non soltanto il contesto economico, ma anche quello socio-culturale siano decisivi, credo che sia necessario chiedersi in via preliminare quale sia il senso di una tendenza generale, che mi sembra rilevabile sia nel dibattito italiano sia in quello tedesco, di avvicinamento al "modello anglosassone". Il tema, che ovviamente potrò soltanto accennare, mi pare infatti di interesse sotto molteplici profili: ciò, se non altro, in quanto, potendosi in realtà riconoscere più "modelli anglosassoni", la sua considerazione è in grado di evidenziare anche, e forse soprattutto, scelte culturali di chi tende a recepirli, ancora più, riterrei, che peculiarità proprie di quei modelli.

Meriterebbe, per esempio, interrogarsi in merito alle ragioni per cui il pensiero giuridico europeo ha considerato degli orientamenti che attualmente si fronteggiano nella realtà statunitense soprattutto quello *contractarian* (o, come altri dicono, *chicagoan*), assumendolo quasi come l'unico o comunque il più significativo, ed ha invece trascurato la contrapposta visione *communitarian* ed i temi da essa posti in merito ad una *social responsibility* della società. Non sembra dubbio, a ben guardare, che queste ragioni varrebbero soprattutto ad evidenziare una situazione della cultura giuridica europea, piuttosto che di quella statunitense: solo così potrebbe spiegarsi la circostanza che della seconda viene essenzialmente recepito un discorso volto ad accentuare i temi dello *shareholder value*, piuttosto che la diffusa scelta legislativa che ha condotto all'adozione di *nonshareholder constituency statutes*.

In ogni caso non si può dimenticare quanto il prof. Hopt ci ha opportunamente ricordato in questi giorni: che la tradizione anglosassone, ma soprattutto quella statuni-

tense, pone al centro dell'analisi la potenziale contrapposizione tra *manager* e azionisti e, movendosi nel solco aperto da Berle e Means, considera soprattutto l'esigenza di tecniche finalizzate ad allineare i loro interessi. Al di là infatti dell'interrogativo, che anche nelle analisi di autori statunitensi viene posto, se e quanto sia realmente espressivo della realtà un modello di società in cui la "proprietà" degli azionisti è priva di "potere", non è possibile trascurare che nella tradizione europea, ove tale modello risulta in ogni caso sostanzialmente assente, il tema sottolineato è soprattutto quello del conflitto tra maggioranza e minoranze azionarie.

E credo che questa diversità di prospettive, a sua volta conseguente ad una differenza di contesti (od al modo in cui sono percepiti), implichi un differente modo di impostare temi generali comuni al dibattito internazionale sulla riforma del diritto societario.

Ciò avviene anche con riferimento a quel problema centrale concernente il grado di imperatività che si deve assegnare alla disciplina. Problema che si presenta nelle sue forme estreme nell'ordinamento tedesco, ove assume un ruolo emblematico in quella sorta di manifesto legislativo costituito dal § 23 del *Aktiengesetz*, ma ugualmente presente anche nel nostro ordinamento, in cui è radicata, soprattutto nella prassi giurisprudenziale, una tradizione intesa a presumere l'imperatività delle disposizioni in tema di società di capitali: tradizione che non viene interrotta, ma soltanto corretta, dal disegno di legge governativo, il quale, delineata l'esigenza di elaborare una disciplina generale della società per azioni, pone la necessità di accentuare il tasso di imperatività della disciplina quando la società partecipa al mercato finanziario.

D'altra parte, se è questo un profilo in buona parte comune alla tradizione degli ordinamenti europei, neppure può trascurarsi che in concreto diversi sono i modi di utilizzazione delle singole forme societarie e differenti quindi i problemi che possono porre in sede di riforma.

Basta in proposito ricordare, per limitarci all'aspetto più appariscente, alcuni noti dati numerici in merito alle società per azioni. In Italia, come ci è stato rammentato, vi sono circa 40.000 società costituite in tale forma: sicché la sua adozione non implica neppure una vocazione a rivolgersi al mercato finanziario. In Germania, in certo modo al contrario, il loro numero era alla fine del 1999 di circa 4.000: un aspetto quantitativo il quale, se a quanto mi risulta sta ora nettamente crescendo in virtù dell'intervento legislativo del 1994 per le *kleine Aktiengesellschaften*, evidenzia un'utilizzazione di tale tipo societario fondamentalmente per le sole società di rilevanti dimensioni operanti sul mercato finanziario ovvero aperte a tale prospettiva.

Ciò spiega, per esempio, perché soltanto di recente con l'accennata legge del 1994 si è prevista la possibilità di un diverso regime per l'assemblea totalitaria, possibilità invece tradizionale ed in certo modo ovvia nel nostro ordinamento.

Ma ciò spiega anche perché, limitandoci ad un solo altro esempio, la prassi in Germania sostanzialmente ignora una immediata costituzione di società per azioni: esse nella realtà "nascono" a seguito della trasformazione da altro tipo societario. Con la conseguenza, tra l'altro, che in concreto per tale tipo non si pongono i problemi in tema di *Vorgesellschaft*, che tanto affaticano invece l'interprete con riferimento alle società a responsabilità limitata, e che anche astrattamente si dubita delle possibilità di estendere alla prima le soluzioni in argomento elaborate dalla giurisprudenza per la seconda.

Comunque risulta da questa situazione fattuale che diversa è nei due sistemi la portata della prospettiva, come accennato tipica del pensiero giuridico continentale, che

vuole una correlazione tra grado di intensità dei rapporti con il mercato finanziario e tasso di imperatività della disciplina.

Ed è ciò, penso, che spiega la scelta operata nella riforma del diritto societario italiano di ulteriormente articolare la disciplina, senza dubbio in tal modo complicandola, tra una normativa *di base* per la società per azioni, un'altra destinata a quelle che fanno *ricorso al mercato del capitale di rischio* ed un'altra infine destinata alla società con azioni *quoted* nei mercati regolamentati. Con una progressione, in tal modo, che successivamente riduce gli spazi consentiti all'autonomia statutaria.

Ed è in ogni caso chiaro che si rifiuta in tal modo il modello proposto dalle forme più estreme dell'approccio *contractarian* o *chicagoan*. È questo infatti un approccio il quale, sulla base della fiducia che esprime nel funzionamento del mercato, dovrebbe generare esiti completamente inversi, e che appunto perciò trova difficoltà nell'analisi dei problemi della *close corporation*: la prospettiva dovrebbe essere quella secondo cui più si è presenti nel mercato, meno vi è bisogno di regole imperative, essendo il mercato in grado di apprezzare, cioè di dare un prezzo, alle regole adottate dai singoli emittenti.

Né stupisce che questo approccio, al di là di manifestazioni di formale adesione, trovi in concreto limitato accoglimento nel movimento europeo di riforma del diritto societario. Da noi, infatti, sono molteplici i motivi che inducono a dubitare dell'ipotesi teorica su cui esso si fonda, quello di un'*efficienza del mercato* tale da consentirgli di pienamente e correttamente apprezzare tutte le informazioni disponibili. Da noi, comunque, gli assetti societari escludono si possa a assumere a base del discorso il modello di società individuato da Berle e Means; ed escludono pertanto, con riferimento ad uno degli aspetti centrali nella visione *contractarian*, che alla possibilità di *take-over* possa pienamente riconoscersi quel significato di strumento disciplinatore del mercato di cui discorrono i *contractarians*.

Comprensibile è anzi che, in una prospettiva di minor fiducia riguardo all'efficienza del mercato, alla stessa presenza di regole imperative si attribuisca la funzione di agevolare il funzionamento: nel senso che esse comportano una sorta di standardizzazione delle regole statutarie di funzionamento delle società ed agevolano così il ruolo di apprezzamento ad opera del mercato medesimo; il quale può in tal modo, per così dire, circoscrivere le sue valutazioni ed al limite, in una situazione in cui le regole statutarie fossero per tutte le società identiche, limitarle ai loro fondamentali economici.

Naturalmente le prospettive di riforma, inserite in questo quadro generale, implicano un ampio ripensamento di problemi la cui portata non può in alcun modo essere sottovalutata. Ed altrettanto naturalmente debbo qui limitarmi ad alcuni cenni su aspetti che, non lo nascondo del tutto arbitrariamente, mi paiono emblematici e particolarmente significativi sul piano sia teorico sia operativo.

Tra di essi vorrei in primo luogo ricordare il modo in cui viene affrontato il tema dell'invalidità delle deliberazioni assembleari: un tema certamente di rilievo per quel conflitto tra maggioranza e minoranze che soprattutto, piuttosto di quello tra *manager* e azionisti, caratterizza la materia.

In proposito l'indicazione è fondamentale quella di circoscrivere le ipotesi di invalidità, e ciò in una direzione non dissimile da quella presente nell'*Aktiengesetz*. Per un verso, infatti, si vogliono ridurre le ipotesi di nullità, correlativamente ampliando quelle di annullabilità, e si vuole inoltre anche per la prima prevedere termini per la proposizione dell'azione. Il che, a ben guardare, evidenzia un aspetto che la dottrina più avvertita da tempo ha in entrambi gli ordinamenti posto in luce: che cioè la nozione di "nullità" non può qui essere fatta coincidere con quella elaborata in materia contrattuale

e che per esempio, trattandosi in ogni caso di rimuovere un *fatto* verificatosi nello svolgimento dell'attività societaria, l'azione è da intendersi come costitutiva.

Per un altro verso, riprendendo ed in certo modo generalizzando una soluzione già adottata con l'art. 2504 *quater* cod. civ., si invita ad adottare strumenti di tutela diversi da quelli volti alla invalidazione della delibera, in concreto strumenti di tipo risarcitorio. Si vuole in tal modo ottenere il risultato non soltanto di dare stabilità e certezza all'attività della società, ma anche, e forse soprattutto, di commisurare la tutela alla concreta portata degli interessi che la invocano. Con la conseguenza che, se per un verso viene in certo modo menomato l'interesse del socio di minoranza in quanto volto alle scelte imprenditoriali della maggioranza (sulle quali peraltro, di fatto, ben difficilmente potrebbe concretamente influire, al di là di ogni strumentario tecnico-giuridico), per un altro verso si limita fortemente l'eventualità di azioni emulative e sostanzialmente opportunistiche: in effetti, per indicare l'aspetto più evidente, la dimensione del danno sofferto da chi abbia acquistato una singola azione al fine di poter impugnare una deliberazione non può essere in grado di rappresentare una concreta minaccia per la società e per la maggioranza.

Significativa è anche in questo contesto la soluzione processuale secondo cui i provvedimenti cautelari adottati dal giudice conservano la propria efficacia anche nel caso di mancata instaurazione o coltivazione del giudizio di merito. Ciò ne rafforza il significato, già da essi assunto nella realtà concreta, di *bargaining chip*, di strumento cioè volto ad eliminare le difficoltà che le parti avevano per la ricerca negoziale di una soluzione e delinea in definitiva uno scenario secondo cui il provvedimento cautelare diviene il momento in cui, e sulla cui base, si avvia la negoziazione tra le parti.

In una prospettiva largamente analoga si pongono le indicazioni in tema di diritto di *recesso* del socio, quelle in particolare di ampliarne le ipotesi e di fornire maggiori garanzie in merito all'effettivo recupero del valore economico dell'investimento.

Si tratta anche qui, come in certo modo avviene con la "sostituzione" delle azioni di invalidazione delle deliberazioni con altre risarcitorie, di una scelta che ricerca la tutela del socio mediante strumenti che potrebbero definirsi *extrasocietari*, non più *endosocietari* come quelli appunto che eliminano la deliberazione nel suo valore di momento dell'attività sociale.

Ma si tratta anche della ricerca di un mezzo di tutela coerente con assetti societari nei quali in concreto le partecipazioni sociali non sono negoziabili sul mercato. E perciò esso assume rilievo soprattutto nelle società per azioni che ci si è abituati a chiamare "chiuse" e nelle società a responsabilità limitata, molto minore invece in quelle "aperte", ove il mercato stesso offre agevoli strumenti di *exit* (ed ove, anzi, il diritto di *recesso* potrebbe rappresentarne un mezzo alternativo ed indurre a distorsioni e comportamenti opportunistici).

In effetti nelle società "chiuse" e nelle società a responsabilità limitata la negoziazione delle partecipazioni sociali può in concreto avvenire esclusivamente tra i soci: sicché, se immaginiamo l'ipotesi limite in cui essi sono soltanto due, la situazione potrebbe definirsi di monopolio bilaterale, nel senso che l'unico possibile acquirente è un socio e l'unico possibile venditore è l'altro. Da ciò la presenza di costi di transazione particolarmente rilevanti e, come potrebbe dirsi riprendendo la felice formulazione ad altro proposito utilizzata da Coater, la rilevanza non del *teorema di Coase*, bensì del *teorema di Hobbes*.

Si comprende perciò come un ampliamento del diritto di *recesso* possa essere in grado di superare tali costi di transazione e consentire così l'avvio di una negoziazione

sulla cui base ricercare una soluzione efficiente. In quanto, verificatesi le condizioni da cui deriva la possibilità di recesso, si aprono due eventualità: se la società ha un reale valore economico, il socio di maggioranza ovvero la società stessa (ma in termini economici le due ipotesi in effetti coincidono) avranno mezzi sufficienti o potranno reperirli sul mercato per acquistare le partecipazioni di chi intende recedere e così proseguire l'attività sociale; oppure la società e la maggioranza non sono in grado di reperire i necessari mezzi finanziari per far fronte al recesso del socio di minoranza, ed allora diviene inevitabile lo scioglimento della società medesima.

Vorrei sottolineare in particolare che quest'ultimo esito solo esteriormente potrebbe ritenersi distruttivo: esso infatti si realizza, a ben guardare, in un'ipotesi in cui non solo la maggioranza non è in grado di fornire i mezzi finanziari necessari, ma neppure di reperirli sul mercato, in cui quindi è il mercato stesso a valutare negativamente l'impresa.

Osserverei d'altra parte che, se indubbiamente il recesso implica dei costi per la società e la maggioranza, la sua eventualità influisce inoltre sul calcolo, appunto dei costi e benefici, che essa deve compiere al momento di adottare una decisione da cui quel diritto di recesso della minoranza potrebbe derivare; e può quindi indurre la prima ad una preventiva negoziazione con la seconda.

Da ciò, in estrema sintesi, una configurazione del diritto di recesso come strumento il quale, inducendo a superare i costi di transazione che altrimenti si pongono nei rapporti tra maggioranza e minoranza, consente il funzionamento delle imprese (che le parti ed il mercato ritengono) efficienti ed in certo modo agevola l'uscita dal mercato delle imprese inefficienti.

Vorrei concludere questo ormai troppo lungo intervento riprendendo un tema di ordine generale, quello concernente la scelta tra i diversi tipi societari. Ci si è chiesto infatti se il legislatore debba prevedere requisiti sostanziali per l'utilizzazione di un tipo societario: per esempio, come avviene in alcuni ordinamenti, disporre che la forma della società a responsabilità limitata non sia utilizzabile quando i soci superino un certo numero. La scelta è stata quella di non stabilire requisiti di questo genere, ritenendo che compito del legislatore sia quello di elaborare dei modelli di disciplina il più possibile coerenti con esigenze differenziate, per esempio definendo un modello di disciplina della società a responsabilità limitata coerente con una ristretta compagine sociale.

Sotto questo aspetto la prospettiva è in definitiva quella di affidarsi al mercato ed alle sue valutazioni, ritenendo cioè che, quando il legislatore effettivamente riesce a conseguire tale obiettivo di coerenza, ridotto risulta il pericolo di scelte opportunistiche ed elusive ad opera delle parti, le quali non potranno non tener conto della disciplina resa applicabile nel loro calcolo riguardo ai costi e benefici derivanti dall'adozione di un modello societario: in sostanza, quando il modello organizzativo è effettivamente coerente con le esigenze di una ristretta compagine sociale, chi intendesse utilizzarlo (eventualmente a fini elusivi) in ipotesi in cui invece il gruppo dei soci è molto ampio si troverebbe ad affrontare costi tali da dissuaderlo dall'intenzione.

Un esempio può essere utile, senza dilungarsi oltre, ad illustrare questo punto. Non pare a chi parla dubbio che, in una disciplina della responsabilità limitata la quale coerentemente con la sua voluta funzione contrattuale fosse prevista la legittimazione del singolo socio a proporre l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, l'adozione di tale forma societaria quando la compagine sociale è in effetti ampia o addirittura vi è un rapporto di reciproco anonimato tra i soci comporterebbe dei costi e dei rischi così elevati da rappresentare un disincentivo probabilmente ben più efficace della fissazione di limiti numerici ad opera del legislatore.

**REGOLAMENTAZIONE E AUTOREGOLAMENTAZIONE
NEL DIRITTO SOCIETARIO ITALIANO**

MARCO ONADO

Nel mio intervento parlerò di regolamentazione ed autoregolamentazione e partirò dall'esperienza italiana in materia, che ormai è stata ampiamente richiamata e quindi posso sintetizzare.

Soprattutto per gli amici tedeschi vorrei ricordare che qui abbiamo sentito opinioni diverse, anzi più critiche che lodi alla riforma italiana, in particolare al testo unico della finanza.

Concordo con alcune osservazioni che sono state fatte, ma forse si deve dare un giudizio più ottimistico. Mi sembra che innanzitutto il testo unico della finanza abbia segnato un passo in avanti importante e ha risolto alcuni problemi che mi sembra siano ancora aperti nel caso tedesco. In secondo luogo, si è trattato di un processo di riforma che è stato realizzato molto rapidamente e quindi con molta efficacia. Abbiamo più volte fatto riferimento nel corso di questi lavori al problema della tempestività della giustizia ordinaria, ma non dobbiamo trascurare il problema della rapidità e tempestività del legislatore. Vi ricorderò le date: la commissione Draghi nasce nella primavera del 1997, conclude i suoi lavori alla fine del 1997, la legge viene emanata nel febbraio del 1998, entra in vigore il 1° luglio del 1998 e contemporaneamente entrano in vigore tutti i regolamenti CONSOB principali. Quindi nell'arco di quindici mesi è stata approvata la legge e tutti i regolamenti relativi. Io credo che questo sia un risultato che vale la pena di essere ricordato perché su un altro campo che è stato qui evocato (quello della riforma della legge Mirone) invece il problema è che la discussione si è protratta per quattro anni e la scorsa legislatura non è riuscita ad approvare neppure la legge delega. È superfluo rilevare quanto questo abbia aumentato le incertezze e le difficoltà per tutti gli operatori economici.

Un secondo punto che vorrei sollevare è che molte critiche nei confronti dei diritti delle minoranze introdotti dal testo unico della finanza (alcune delle quali riecheggiano in questo convegno) richiedono un periodo di rodaggio. Richiedono, ad esempio, una maggiore efficienza delle azioni di responsabilità e questo è stato ampiamente richiamato ed è inutile che ci ritorni, ma richiedono anche un rodaggio della identificazione dei ruoli, compresa quella dei rappresentanti delle minoranze negli organi di controllo.

La locuzione "sindaco di minoranza" che spesso molti usano è di per se una forma di equivoco ed è indice di una certa confusione concettuale. Il collegio sindacale italiano non è l'*aufsichtsrat* tedesco. Il nostro collegio sindacale è un organo di controllo sulla legittimità degli atti, è un organo collegiale. Il sindaco espresso dalle minoranze si deve sentire maggiormente responsabilizzato ad esercitare i controlli che il Testo unico gli affida, ma non può limitare la sua azione ad esprimere un voto all'interno del collegio. Egli ha piuttosto il compito di stimolare tutti gli organi aziendali chiamati a garantire l'efficienza del sistema di controlli: la società di revisione, gli amministratori indipendenti, il *management* in generale. Non possiamo aspettarci che una azione così complessa e delicata possa essere esercitata in modo efficace solo perché è stata varata una nuova norma. Occorre che il tempo, l'esperienza e le sanzioni (sia quelle previste dal testo unico, sia quelle del mercato) modifichino i comportamenti concreti e portino le imprese italiane ad allinearsi alla *best practice* internazionale.

Passando ad un altro tema, concordo con l'amico Cammarano che il punto più importante, ma non l'unico, della riforma del testo unico della finanza, è stato l'introduzione della *minorité de blocage* nel caso delle offerte pubbliche di acquisto. Non solo: è stata proprio questa norma che ha consentito alle minoranze degli investitori istituzionali di ottenere uno dei risultati più importanti degli ultimi tempi che è il no alla fusione Falck – Montedison da cui, guarda caso, nasce poi l'opa in corso in questi giorni, operazione come sapete di grande importanza.

Se il tasto cade sul problema dell'opa naturalmente non posso fare a meno di richiamare il problema della direttiva che è stata praticamente affossata l'altro ieri a Strasburgo dal Parlamento Europeo. E' stata affossata all'ultimo passaggio sulla base di critiche che come è noto hanno un'origine soprattutto italo-tedesca. Perché è stata criticata l'impostazione dell'opa europea che guarda caso è la stessa impostazione che segue il testo unico italiano della finanza? Si è detto che la cosa più grave è la *passivity rule* introdotta da questa direttiva, ma si badi che la *passivity rule* dell'attuale testo unico della finanza è più modesta rispetto alla *passivity rule* della legge sull'opa precedente. Ed è tutta accentrata praticamente sul concetto della *minorità de blocage* dell'art. 126. Perché la *passivity rule* come quella in vigore in Italia, ripeto non la più forte che si possa immaginare, è considerata dannosa e tale da distorcere il gioco di mercato?

La prima argomentazione è che si tratta di un limite alla libertà delle parti, tanto è vero che non è prevista negli Stati Uniti d'America, considerati come il paradiso della protezione degli azionisti. Ma a questo punto abbiamo detto abbastanza sul fatto che negli Stati Uniti la responsabilità degli amministratori e l'istituto della *class action* aumentano enormemente la possibilità di tutela in via giurisdizionale delle minoranze. Quindi delle due l'una: o imitiamo gli Stati Uniti e adottiamo tutti i suoi istituti, oppure cerchiamo di limitare la possibilità che *manager* troppo egoisti reagiscano ad una scallata proteggendo sé stessi e non il valore della società.

La seconda argomentazione, che è stata portata contro la direttiva e la *passivity rule*, è che la *passivity rule* non serve perché i modelli proprietari in Europa sono chiusi e dunque non ci sono opa ostili. Questa mi sembra un'argomentazione che proprio il caso italiano dimostra non essere vera. Perché in Italia i modelli proprietari sono chiusi come in gran parte degli altri Paesi. Ma si tratta di modelli proprietari basati su coalizioni e la legislazione sull'opa può proprio aumentare l'incentivo a sciogliere le coalizioni. In primo luogo per la norma, introdotta dal nostro testo unico sulla finanza, che consente lo scioglimento dei patti di sindacato di fronte ad un'opa. In secondo luogo perché *ex ante* una legislazione sulle offerte pubbliche di acquisto che preveda anche una *passivity rule* aumenta la propensione a modificare le alleanze. Il fuoco pirotecnico di opa che si sta realizzando in questi giorni in Italia è la prova del fatto che un meccanismo di opa come quello realizzato dal testo unico della finanza e previsto dalla direttiva europea può consentire di aprire il mercato del controllo proprietario semplicemente facendo venire meno il collante che unisce la maggior parte delle strutture coalizionali. Quindi, direbbe un economista, è un elemento che aumenta la contendibilità degli assetti proprietari e quindi aumenta la probabilità che il capitale sia utilizzato in modo efficiente.

Naturalmente proprio questo aumenta le paure che ciò accada e fa capire il perché delle ostilità. Ma si tratta di ostilità che non sono basate, su argomentazioni economiche e di fatto consistenti. Tanto è vero che il giudizio negativo sulla bocciatura della direttiva europea è venuto, mi sembra, più dagli economisti che dai giuristi. E' venuto dalla stampa economica: mi sembra che *Financial Times*, *Il Sole 24Ore*, *l'Economist*, *Il Corriere della Sera*, sono stati i giornali che più si sono segnalati per un giudizio preoccupato sull'esito di questa votazione di Strasburgo. Sulla stampa francese e tedesca non ho trovato, forse per limiti della mia ricerca, dei giudizi altrettanto preoccupati e questo mi sembra un indizio interessante. Mi fa pensare che gli economisti e gli anglosassoni siano più vicini alla sensibilità dei mercati di altri commentatori.

Vorrei passare al secondo aspetto del mio intervento che riguarda l'autoregolamentazione. Perché mi sembra che sia lo sviluppo generale dei mercati, sia la situazione contingente che si apre con la bocciatura dell'opa europea apra lo spazio per rafforzare l'autoregolamentazione. Se la regolamentazione deve servire a risolvere quelle che gli

economisti chiamano *market failures*, cioè le debolezze del mercato, l'autoregolamentazione può servire a risolvere le *regulatory failures* .

Su quali tipi di autoregolamentazione possiamo puntare oggi? Su tre, fondamentalemente: primo, i regolamenti e i *listing requirements* delle Borse; secondo, i codici di *corporate governance* delle imprese; terzo, i codici di autodisciplina degli investitori istituzionali. Su tutti e tre questi aspetti, come in quasi tutti i paesi, l'Italia ha realizzato negli ultimi anni tre documenti importanti. Per effetto della privatizzazione delle Borse è nato il nuovo Regolamento della Borsa italiana, con relativi requisiti per l'ammissione al listino; è stato emanato un codice di *corporate governance* delle imprese quotate nel 1999 ed è stato emanato un codice Assogestioni nel 2001 per garantire l'indipendenza degli *asset manager* e il controllo del conflitto di interessi. Il filo rosso, il *fil rouge* che lega questi tre codici è appunto il controllo del conflitto di interessi, perché c'è conflitto di interessi nelle Borse, la *corporate governance* ha come obiettivo fondamentale quello di allineare gli interessi dei vari soggetti a quelli degli azionisti; c'è conflitto di interessi negli intermediari e in particolare negli investitori istituzionali perché il mondo europeo e, in prospettiva, il mondo intero è dominato da intermediari che ormai fanno tutto, dall'*investment bank* al consulente alle imprese, al consulente alle famiglie, all'*asset manager*. La garanzia dell'indipendenza diventa l'elemento fondamentale perché questi operatori possano utilizzare nel modo corretto gli strumenti di tutela delle minoranze che la regolamentazione pone a loro disposizione.

Io credo che su questi tre campi sia necessario intervenire e credo che occorrerebbe fare almeno tre cose. Primo, un maggior coordinamento tra paesi europei in ciascuno di questi tre campi proprio come risposta alle difficoltà che le direttive stanno incontrando. Secondo, occorrerebbe verificare che i codici nazionali vengano realizzati subito e completamente. Rinvio, per mancanza di tempo, ad una tabella della Consob che dimostra come l'applicazione del codice di autodisciplina delle imprese quotate italiane sia ancora molto limitata. La terza cosa che occorre fare è rafforzare la cooperazione fra le Borse e rafforzare la capacità delle Borse di arrivare a regolamenti e a *listing requirements* omogenei e privi di conflitti di interessi.

Chiudo con una nota di preoccupazione su questo argomento: mi sembra che le Borse europee oggi siano molto più preoccupate di quotare se stesse che non di andare nella direzione che ho indicato. Ora, quotare se stesse mi sembra un modo per accentuare il problema del conflitto di interessi e per andare in direzione radicalmente opposta. Si tratta di un tema che è stato solo sfiorato nel corso del nostro incontro, ma credo che meriterebbe un approfondimento e uno sforzo congiunto da parte di giuristi ed economisti.

APPENDICE

STETIGKEIT UND WANDEL BEI DER CORPORATE GOVERNANCE IN DEUTSCHLAND (1)

REINHARD H. SCHMIDT

(1) Der vorliegende Text ist die überarbeitete Fassung eines im Juli 2001 gehaltenen Vortrags, der im Wesentlichen die Thesen des Aufsatzes "Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland" zusammenfasst. Dieser erschien in "Neuere Ansätze der Betriebswirtschaftslehre – in memoriam Karl Hax"; Sonderheft 47 der Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 2001, S. 61-84. Einige der Betrachtungen entstammen auch dem Aufsatz "Komplementarität und Finanzsystem" (zusammen mit A. Hackethal) aus dem Beiheft 15 "Neue finanzielle Arrangements: Märkte im Umbruch" der Zeitschrift Kredit und Kapital, 2000. Alle relevanten Quellenangaben finden sich in diesen beiden Aufsätzen. Obwohl die vorliegende Fassung nachträglich überarbeitet worden ist, spiegelt der Text doch den Wissensstand des Autors vom 6. Juli 2001 wider, dem Datum, an dem der Vortrag ursprünglich gehalten wurde.

Abgrenzung und Problemstellung: Kontinuität und Wandel *wovon*?

Das Thema, Kontinuität und Wandel der *Corporate Governance*, ist sehr umfassend. Ich muss mich hier notwendigerweise beschränken. Zum Ersten möchte ich mich auf die ökonomischen Aspekte des Themas beschränken, das heißt auf die Frage nach den Funktionsmechanismen und den mutmaßlichen Auswirkungen. Zum Zweiten möchte ich mich weitgehend auf die Entwicklung der *Corporate Governance* in Deutschland beschränken. Und zum Dritten möchte ich mich weiter darauf beschränken, nur die Grundzüge einer These bezüglich der Kontinuität und des Wandels der *Corporate Governance* darzulegen.

Die Problemstellung meines Vortrags beginnt schon mit der Interpretation des Titels. Was generell mit Kontinuität und mit Wandel gemeint ist, mag noch einigermaßen klar sein. Weniger klar ist allerdings, worauf sich eine Kennzeichnung, die *Corporate Governance* sei eher durch Kontinuität oder eher durch Wandel geprägt, im konkreten Fall beziehen sollte. Auf diese Frage gibt es drei Antworten. Erstens gibt es zahlreiche relevante Sachverhalte innerhalb dessen, was man als *Corporate Governance* bezeichnet, von denen man sagen kann, sie seien weitgehend stabil oder sie weisen eine beträchtliche Kontinuität auf bzw. sie seien aktuell einem Wandel ausgesetzt. Diese einzelnen Sachverhalte und die mit ihnen verbundenen Fragen werden – so ist jedenfalls mein Eindruck – vor allem von unseren juristischen Kollegen thematisiert, und hier gibt es zweifellos unendlich viel Wandel.

Zweitens könnte man Kontinuität und Wandel bei den vorherrschenden Einstellungen zu Fragen der *Corporate Governance* zum Thema machen: Wie denkt man – oder wie denken spezifische Akteure, zum Beispiel Manager oder Gesetzgeber – eigentlich über Fragen der Unternehmensherrschaft? Sind die normativen politischen Leitbilder eher stabil oder verändern sie sich? Auch bei den Einstellungen sehe ich einen enormen Wandel. Man sieht *Corporate Governance*-Fragen heute als viel wichtiger an als noch vor kurzer Zeit, und es setzt sich immer mehr die Vorstellung durch, dass eine “gute” *Corporate Governance* den Interessen der Aktionäre von Großunternehmen mehr Rechnung tragen sollte als dies lange der Fall war. Aber auch diesen möglichen Aspekt des Themas möchte ich nicht behandeln.

Ich möchte einen dritten Aspekt des Themas aufgreifen, um zu überlegen, ob eher von Wandel oder eher von Kontinuität die Rede sein sollte, nämlich die ökonomische Idee einer – wiederum ökonomischen – Grundstruktur. Gibt es überhaupt so etwas wie eine ökonomische Grundstruktur von *Corporate Governance*, und gibt es länderspezifische Grundstrukturen und damit möglicherweise auch eine spezifisch deutsche Grundstruktur? Und ist es über *diese* möglich zu sagen, dass sie sich im Wesentlichen erhält, oder stimmt vielmehr der Eindruck, den man gewinnt, wenn man sich die Ereignisse und die Meldungen und die begleitenden wissenschaftlichen und politischen Diskurse der letzten Jahre vor Augen führt, nämlich dass sich auch in Deutschland diese Grundstruktur ganz wesentlich verändert hat?

Worin besteht “das *Corporate Governance*-Problem”?

Corporate Governance ist ein Thema, das sehr unterschiedlich verstanden wird. Das macht sowohl die interdisziplinäre als auch die internationale Verständigung manchmal schwierig. Ich greife deshalb hier zwei begriffliche Unterscheidungen auf, die sich – wenn auch nicht durchgehend – in der Fachliteratur finden. Die erste Unterscheidung kontrastiert den juristischen und den nicht-juristischen oder ökonomischen

Sprachgebrauch. Jedenfalls in der deutschen Diskussion und in der deutschen Literatur verwendet man den Begriff der Unternehmensverfassung eher eng: Er betrifft die spezifisch rechtlichen Aspekte des Themas. Natürlich würde niemand, und selbstverständlich auch kein Jurist, sagen, rechtliche Aspekte und rechtliche Regelungen würden die Thematik der “Unternehmensherrschaft” oder der “Unternehmenskontrolle” erschöpfen. Genau aus diesem Grund gibt es neben dem engen Begriff der Unternehmensverfassung den weiteren, eher ökonomischen Begriff der *Corporate Governance*. Ich verwende diesen hier, um auch deutlich zu machen, dass ich mich nicht auf rechtliche Aspekte und Regelungen beschränken will.

Diese erste Unterscheidung sagt aber noch nicht viel darüber, was der Inhalt oder der Gegenstand ist dessen, was juristisch oder nicht-nur-rechtlich, sondern mit einer Vielfalt von relevanten Überlegungen behandelt und mit einer Vielzahl von Mechanismen geregelt wird bzw. geregelt werden soll. Hier empfiehlt es sich ebenfalls zwischen zwei Positionen zu unterscheiden, einer eher engen und einer eher weiten Sicht. Die enge Sicht herrscht in den angelsächsischen Ländern und in der angelsächsischen bzw. der angelsächsisch geprägten Fachliteratur eindeutig vor. Dieser Position steht eine eher kontinentaleuropäische, aber auch japanische Sicht gegenüber, die das Thema und das Problem umfassender definiert.

Selbstverständlich gibt es hier und dort Dissentierer, einige unter ihnen sind auch hier in diesem Raum, aber ganz grundsätzlich gesprochen wird man sagen können, die Frage, um die es in der angelsächsischen Praxis aber auch Literatur geht, ist eigentlich die Konfrontation zwischen einem eher anonymen Aktionärspublikum und einem Management. Dies ist die Literaturtradition, die in den frühen 30er Jahren von Berle und Means begründet worden ist. Sie prägt auch noch die aktuelle Diskussion. Dabei geht es fast nur um eine Frage: Wie kann das Management von großen Aktiengesellschaften, deren Anteile von einer großen Zahl von Aktionären gehalten werden, dazu gebracht werden, sich so zu verhalten, wie es im Interesse der Aktionäre liegt? Mit dieser Fragestellung ist die Konfrontation zwischen Aktionären und angestellten Managern und damit auch die Kontrollproblematik zum Thema gemacht. Dies ist natürlich ein wichtiger Aspekt, aber möglicherweise ist die Einschränkung auf diesen einen Aspekt problematisch oder eher problem-verkürzend, denn schon mit der Art der Definition des Corporate Governance-Problems scheint festgelegt zu sein, was die Aufgabe des Managements ist: dafür zu sorgen, dass nur – und gegebenenfalls sogar auf Kosten anderer, wenn es nicht illegal wäre – die Interessen der Aktionäre gefördert werden. Diese Vor-Entscheidung darüber, um welches Problem es geht, hat sicher auch normative oder ideologische Hintergründe. Dahinter jedoch steht eher als eine Wertvorstellung oft die ökonomisch-theoretische Vorstellung einer lupenreinen Marktwirtschaft mit sehr klaren vertraglichen und gesetzlichen Verhältnissen. Denn selbstverständlich würde niemand, der eine solche Position als angemessen und richtig ansieht, denken, die Interessen anderer Gruppen als der Aktionäre zählen nicht, sondern er würde natürlich sagen, die Interessen anderer sind abgesichert durch Gesetze und durch Verträge und durch Märkte, die es den anderen erlauben, auf diesen Märkten abzuwandern, wenn ihren Interessen nicht Rechnung getragen wird.

In der anderen, eher kontinentaleuropäischen und japanischen Tradition der Corporate Governance geht es hingegen um zwei Fragen: zum einen um die Frage, wessen Wünsche und Interessen zählen, und zum anderen um die Frage, wie diesen als relevant und legitim empfundenen – und so auch befundenen – Interessen institutionell Rechnung getragen werden kann. Damit ist es natürlich auch ein zentraler Gegenstand der Corporate Governance, wie die Interessen verschiedener Interessengruppen – nicht nur der *shareholders*, sondern auch anderer *stakeholders* – in großen Unternehmen gegen-

einander abgewogen werden. In dieser Perspektive hat das Management eine dreifache Rolle: Zum einen wird es als eine von mehreren Gruppierungen betrachtet, deren Interessen irgendwie in die Unternehmenspolitik eingehen, also als eine Gruppe von *stakeholders*. Daneben stellt das Management natürlich auch das Gegenüber für alle anderen Stakeholder-Gruppen dar: Diese haben ein Interesse – und gewisse Möglichkeiten – das Managements zu steuern und zu kontrollieren. Schließlich wird dem Management auch eine gewisse Schiedsrichterrolle zugeschrieben: Es kommt ihm – in Grenzen – zu, darüber zu entscheiden, welche Stakeholders es wie sehr mit seinen Entscheidungen belasten oder begünstigen will.

Man kann diese beiden Positionen wie folgt zusammenfassen und damit zugleich zwei inhaltliche Definitionen von Corporate Governance geben:

Nach der angelsächsischen Sicht ist corporate governance die Gesamtheit der institutionellen und organisatorischen Mechanismen, die beeinflussen, wie Manager dazu gebracht werden können, sich im wohlverstandenen Aktionärsinteresse zu verhalten.

Nach der deutschen oder kontinentaleuropäischen und japanischen Sicht ist sie hingegen die Gesamtheit der Vorkehrungen und institutionellen und organisatorischen Mechanismen, die prägen, wie und in wessen Interesse in (großen) Unternehmen wichtige Entscheidungen getroffen werden können.

Corporate Governance als System

Ich werde im folgenden viel von Systemen sprechen; meine Absicht, die ökonomische Grundstruktur der Corporate Governance zu identifizieren und für sie die Frage nach Kontinuität und Wandel zu thematisieren, lässt sich am besten umsetzen, indem ich diesen System-Charakter betone. Deshalb ist es natürlich erforderlich, den zugrunde gelegten Begriff eines Systems zu erläutern.

Ein System ist nicht nur einfach eine Ansammlung von irgendwelchen “Sachen”, die man dann als Elemente bezeichnet. Das wäre eine inhaltlich wenig hilfreiche Wortspielerei. Ein System ist eine geordnete Menge zusammenhängender und auf einander bezogener Elementen. Die Eingebundenheit der Elemente in ein System ist dann interessant, wenn die Elemente eine Eigenschaft aufweisen, die man Komplementarität nennt. Komplementarität ist, genau gesprochen, ein Potential, das heißt, die Möglichkeit, dass Elemente Ausprägungen annehmen so, dass diese Ausprägungen sich in ihren positiven Wirkungen ergänzen und in ihren negativen Wirkungen gegenseitig abschwächen. Dies lässt sich formal sehr präzise definieren, man verwendet dazu das mathematische Konzept der Supermodularität. Die Wirkungsfunktionen der Ausprägung der Argumente einer supermodularen Funktion zeigt das, was man auch umgangssprachlich als “Systemhaftigkeit” bezeichnen würde. Ganz einfach bedeutet es, dass die Merkmalsausprägungen zueinander passen *können* und dass es für den Zusammenhang, um den es jeweils geht, auch wichtig ist, ob sie wirklich zu einander passen.

Eine Illustration eines “Systems” in diesem Sinne ist ein Puzzlespiel. Die Puzzle-teile sind die Systemelemente. Das “Ziel” des Spiels besteht darin, aus den Einzelteilen ein mehr oder minder schönes Bild zu erzeugen. Das Puzzle ist so, dass eine Teilmenge der Elemente zusammenpassen *kann*, um ein Teil des Bildes zu ergeben. Aber natürlich passen sie nicht notwendigerweise zusammen, sonst wäre das Puzzle ja trivial. Wenn die Teile zusammenpassen, dann nennt man das entstehende Ganze konsistent. Ein System komplementärer Elemente ist möglicherweise konsistent.

Was hat das mit dem Thema der Corporate Governance zu tun? Meine These ist, dass die Corporate Governance ein System komplementärer Elemente bildet. Es kann, aber es muss nicht zugleich konsistent sein. Wenn es nicht konsistent ist, dann ist es vermutlich auch kein gut funktionierendes, kein ökonomisch vorteilhaftes System.

Systemhaftigkeit im Sinne von Komplementarität und möglicherweise Konsistenz ist ein allgemeines Konzept. In der ökonomischen Literatur ist es eigentlich bei der Gegenüberstellung des amerikanischen und des japanischen Produktionssystems entwickelt worden: *mass production system* versus *lean production*. Beide sind “fundamental verschieden”, und beide können gut und erfolgreich sein, während eine Mischung von Elementen des einen mit Elementen des anderen mit fast völliger Sicherheit zu einem wirtschaftlichen Misserfolg führen würde. Bei Michael Porter, dem Strategieforscher, kann man – mit anderer Terminologie – lesen, dass Strategien aus komplementären Elementen bestehen. Es gibt nicht nur eine erfolversprechende Strategie, doch alle erfolgreichen Strategien sind, so Porter, dadurch gekennzeichnet, dass die komplementären Elemente auch konsistente Ausprägungen haben. In den genannten Fällen von – möglicherweise konsistenten – Systemen aus komplementären Elementen wie in den vielen anderen, die man in der neueren Literatur beschrieben findet, hat die Systemhaftigkeit auch Auswirkungen darauf, wie sich Systeme ändern bzw. verändert werden können. Wenn Mischungen von Elementen aus unterschiedlichen Systemtypen nicht konsistent sind, dann ist auch kaum mit einem graduellen Übergang von einer konsistenten Merkmalsausprägung zu einer anderen – von *mass production* zu *lean production* – zu rechnen bzw. eine solche Änderungsstrategie wäre nicht empfehlenswert. Ein möglicher Übergang erfolgt ganz oder gar nicht.

Diese Überlegungen führen gleichsam natürlich auf die Frage: Haben wir in Deutschland so etwas wie ein Corporate-Governance-System, das aus komplementären Elementen zusammengesetzt ist und das zudem konsistent ist, bei dem also die Merkmalsausprägungen zu einander passen und das sich zudem von einem anderen denkbaren System, das ebenfalls konsistent wäre, “fundamental” unterscheidet? Dies scheint mir der Fall zu sein. Das deutsche Corporate-Governance-System lässt sich meiner Einschätzung nach – und hierin liegt ein unvermeidliches Element subjektiver Einschätzung, das ich nicht verbergen möchte – als ein System betrachten, das in wesentlichem Maße nicht nur die Aktionäre, die *shareholders*, sondern auch die Mitarbeiter, die Kreditgeber, und unter ihnen natürlich nicht irgendwelche, sondern gerade mal die Banken, einbezieht und mit einer Rolle versieht. Diese *stakeholders* haben im deutschen System institutionalisierte Möglichkeiten, Einfluss zu nehmen und ihre Interessen – jenseits der Durchsetzung von Verträgen und Gesetzen – zu wahren. Und indem sie dies tun, prägen sie die Grundorientierung der Unternehmenspolitik in einer Weise, die der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen nicht abträglich, sondern möglicherweise sogar zuträglich ist.

In diesem Zusammenhang sollte ich kurz auf eine begriffliche Feinheit eingehen. Dies scheint mir nötig, weil ich den Begriff der *stakeholders* verwende. Dieser Begriff ist ein denkbar unglücklicher und sehr vielfältiger Begriff. Mein Begriff von *stakeholder* ist folgender: *stakeholders* sind die, deren Interessen zählen und wirksam gemacht werden, zum Beispiel dadurch, dass die *stakeholders* ihre Meinung zum Ausdruck bringen können. Wenn Sie die strikte Logik einer reinen Marktwirtschaft nehmen, dann sind die Interessen derer, die zählen, die Interessen der Konsumenten. Aber die Konsumenten haben in einer “richtigen” Marktwirtschaft gar nichts zu *sagen*, sie haben nur zu tun. Der Mechanismus des Marktsystems führt dazu, dass deren Interessen respektiert werden, obwohl sie gerade nichts zu sagen haben. Ein anderer Begriff ist der, den ich hier verwende und der in der Diskussion über Corporate Governance auch meist gebraucht

wird: Wer hat etwas zu *sagen*? Diejenigen, die etwas zu sagen haben, sind möglicherweise, aber nicht notwendigerweise auch diejenigen, um deren Interessen es geht. Beispielsweise die Gläubiger, die Bonds von Unternehmen halten, spielen in der Corporate Governance in Deutschland eigentlich keine Rolle, sie sind nicht irgendwie aktiv. Aber sie sind durchaus betroffen von den Entscheidungen, auf die andere Einfluss nehmen (können). Kleinaktionäre sind ebenfalls nicht aktiv. Sie haben eine Betroffenheit, aber keine Beteiligung in diesem System.

Insider- und Outsider-Control-Systeme

Ein System, bei dem die Art der Steuerung und der Interessenabwägung darauf beruht, dass interne Mechanismen eine Rolle spielen, dass mehrere – aber nicht alle – Gruppen von Betroffenen auch in irgendeiner Rolle Beteiligte sind, nennt man in der internationalen Diskussion ein Insider-Control-System. Das deutsche System war traditionellerweise, und möglicherweise ist es das immer noch, in diesem Sinne ein Insider-Control-System. In einem solchen System muss das Management faktisch verschiedene Stakeholder-Interessen berücksichtigen, und dies tut es auch. Selbstverständlich haben die Interessen von Aktionären dabei ein besonderes Gewicht, doch – und darauf kommt es an – sie haben nicht als einzige Einfluss und Gewicht. Die Grundstruktur des deutschen Aktienrechts macht den Aufsichtsrat zu einer einflussreichen, aber keineswegs mit *supremacy* ausgestatteten Institution. Er muss dem Vorstand sagen, wo es in etwa langgeht, und er muss aufpassen, dass der Vorstand das tut, was der Aufsichtsrat sagt. Aber eine hierarchische Ordnung passt zu dem deutschen System nicht. Der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft führt gemäß dem Aktiengesetz die Geschäfte “in eigener Verantwortung”. Und das heißt, er muss irgendwie so, dass es für die Beteiligten auf Dauer akzeptabel ist, die verschiedenen Interessen abwägen.

Im deutschen System der Corporate Governance sind Beteiligte Betroffene und Betroffene weitgehend, aber keineswegs vollständig, Beteiligte. Entscheidend für die Funktionsfähigkeit eines solchen “insider control system” ist, dass nicht nur unterschiedliche Interessen verschiedener Interessentengruppen austariert werden, sondern dass der Vorstand einer AG auch wirksam kontrolliert wird. Er muss so kontrolliert werden, dass er wirtschaftlich vernünftige Entscheidungen trifft, also das gemeinsame Interesse wahrt, und dass nicht für irgendeine wesentliche Gruppe der Beteiligten das Interesse an der Kooperation verloren geht. Um es klar und deutlich zu sagen: Wenn die einflussreichen Gruppen, die Großaktionäre, die Banken und die Mitarbeitervertreter, miteinander alles auskungeln und sich dann mit dem Vorstand dahin gehend abstimmen, dass dieser strikt im Interesse dieser drei Gruppen handelt, dann ist damit noch längst nicht sicher gestellt, dass das System funktionsfähig ist. Denn es könnte sehr wohl sein, dass die faktisch Einflusslosen in einer solchen Situation finden, dass sie zu kurz kommen, und einfach abwandern.

Das Gegensystem ist das Outsider-Control-System. Das Outsider-Control-System ist ein System, in dem es idealerweise überhaupt keinen aktiven interessenwahrenden Akteur gibt. Ein Outsider-System entspricht der reinen Logik eines Marktsystems, in dem alles, die Steuerung des Unternehmens- und des Managerverhaltens ebenso wie die Allokation der Ressourcen – durch den Marktmechanismus geregelt wird. Es gibt darin im Prinzip keine aktiven Akteure. Nun ist die Realität auch in einer Marktwirtschaft freilich etwas anders, als sie im Lehrbuch der Wirtschaftstheorie beschrieben wird. Auch wenn dies die Prinzipien der allzu reinen Theorie der Marktwirtschaft, in der der Wettbewerb überhaupt keine Ermessensspielräume bestehen ließe, verletzen mag, gibt es doch noch Ermessensspielräume für eine Unternehmensleitung. Doch in einem Outsi-

der-Control-System ist die Funktion der Unternehmensleitung unidirektional. Nur ein Ziel ist relevant, und abgesehen von Feinheiten, auf die es hier nicht ankommt, heisst dieses Ziel *maximizing shareholder value*. Wenn dies so ist, gibt es überhaupt keinen Anlass, Interessen verschiedener stakeholder gegeneinander abzuwägen. Genau genommen brauchte auch niemand das Management zu kontrollieren, denn sein Verhalten wird allein durch Märkte gesteuert – – idealerweise kompetitive Faktor- und Produktmärkte, und soweit diese nicht ausreichen, durch den *market for corporate control*.

Das deutsche Corporate Governance-System im Vergleich

Das Corporate Governance-System in Deutschland ist sicher kein Outsider-Control-System. Deutschland hat ein pluralistisches System, in dem identifizierbare Interessengruppen Einfluss ausüben können und auch wirklich ausüben. Dies entspricht auch den gesetzlichen Vorgaben und dem politisch Gewollten. Aber was führt dazu, dass dieses System im ökonomischen Sinne vernünftig funktionieren kann und wohl auch wirklich funktioniert? Um diese Frage zu beantworten, muss man zwei Dinge unterscheiden, die aktiv Beteiligten und die Mechanismen, die ihr Handeln – und gegebenenfalls ihr Reden – wirksam werden lassen.

Welche unterscheidbaren Stakeholder-Gruppen kommen für eine aktive Rolle in der deutschen Corporate Governance überhaupt in Betracht? Das können zuerst einmal die *shareholders* sein: Kleinaktionäre und reiche Familien als Großaktionäre, andere Großaktionäre, andere Unternehmen, Banken und andere Finanzinstitutionen, Manager, Mitarbeiter, der Staat und so weiter. Faktisch einflussreich sind bei uns die Großaktionäre, die Banken und die Mitarbeiter beziehungsweise ihre Vertretungen.

Und welche Mechanismen der faktischen Einflussnahme gibt es, und aus welchen Bausteinen sind diese konstruiert? Hier fehlt mir die Zeit, die Liste der Mechanismen-Bausteine darzustellen. Ganz grob lassen sie sich aber in (Bausteine von) Mechanismen unterteilen, die das aktive Eingreifen erleichtern, und solche, die das Markthandeln in der Form des Abwanderns bei Unzufriedenheit – im Sinne der bekannten Unterscheidung von “Abwanderung und Widerspruch” nach Albert Hirschman – erleichtern. Und wie hängen die Interessengruppen und die Einflussmechanismen zusammen? Ein interessenpluralistisches System ist eines, in dem viele Gruppen eine aktive Rolle spielen und dafür auch viele Mechanismen brauchen und nutzen. Und ein Insider-System ist eines, bei dem die Rede-Mechanismen stark und die Marktmechanismen schwach ausgeprägt sind. Das deutsche System entspricht weitgehend dem einen Typ und das britische und das amerikanische weitgehend dem anderen Typ eines Corporate Governance-Systems. Dies lässt sich empirisch belegen. Die folgende Abbildung zeigt die Ergebnisse entsprechender empirischer Untersuchungen für Deutschland, Großbritannien und Frankreich. Ein Punkt mit schwarzer Füllung bezeichnet eine starke Bedeutung der jeweiligen Stakeholder-Gruppe bzw. des jeweiligen Mechanismus-Bausteins, ein weißer Punkt eine geringe Bedeutung und ein schwarz-weißer Punkt eine mittlere Bedeutung. Bedeutung wofür? Die Bedeutung, auf die es hier ankommt, ist diejenige für die Funktionsfähigkeit des Gesamtsystems.

Ich sagte, es gibt zwei relevante Sachverhalte, durch die ein Corporate Governance-System zu kennzeichnen ist und die dessen ökonomische Funktionsfähigkeit ausmachen. Der eine Sachverhalt ist, wie sich die Mechanismen, mit denen die Interessen von Mitarbeitern, von Banken als Kreditgebern und von Eigentümern, und insbesondere von Großaktionären, die es in Deutschland in ausgeprägter Form gibt und die eine sehr wichtige Rolle spielen, eingebracht werden, gegenseitig beeinflussen. Für die Funkti-

onsfähigkeit eines Corporate Governance-Systems ist es sehr wichtig, dass die Art, wie *eine* Gruppierung ihre Interessen sichert, gut damit vereinbar ist, wie die *anderen* Interessengruppen ihre Interessen sichern, damit sie zur Kooperation dauerhaft bereit sind. Außerdem ist es wichtig, dass die Arten der Interessenwahrung gut aufeinander abgestimmt sind, weil die verschiedenen Gruppen zusammen in der Lage sind, das Management zu kontrollieren und dafür zu sorgen, dass es nicht nur seine eigenen Interessen verfolgt.

Diese Abgestimmtheit lässt sich für die drei wichtigsten Gruppen nämlich für Mitarbeiter, für Aktionäre, insbesondere Großaktionäre, und für Kreditgeber, insbesondere Banken, nachweisen. Dazu muss man eine Typologie der Einflussnahme heranziehen, die auf der oben schon genannten Unterscheidung zwischen einem Insider- und einem Outsider-Control-System aufbaut.

Man kann Aktionärsinteressen danach unterscheiden, ob sie eher auf Liquidität oder eher auf Einflussnahme abzielen. Im Outsider-Control-System ist es für die Betroffenen wie auch für die Funktionsfähigkeit des Systems wichtig, dass Anleger Liquidität haben. Dies bedeutet unter anderem, dass sie keine aktive Rolle in der Unternehmenskontrolle spielen. Im Insider-Control-System gilt das Umgekehrte.

Für Banken als Kreditgeber stellt sich die entsprechende Alternative als die zwischen “arm’s length banking” einerseits und “relationship banking” andererseits dar. Die Zuordnung zu den Governance-Systemen ist offensichtlich. *Exit versus inside influence* ist die entsprechende Dichotomie für die Mitarbeiter als die dritte Interessengruppe. Die drei Modi der Interessenwahrung passen zusammen. Eine konsistente Konstellation ist diejenige, in der keine Gruppe wesentlichen internen Einfluss sucht, braucht und hat und in der auch keine Gruppe wesentliche Informationsvorteile gegenüber anderen, auch Außenstehenden, zu haben braucht und bekommt, und in der im günstigen Fall die Steuerung und Kontrolle der Manager über Märkte funktioniert, was durch die Eindimensionalität der Zielsetzung, die Orientierung am *shareholder value*, auch vergleichsweise leicht möglich ist. Dies ist das “klassische” Outsider-Control-System.

Die andere konsistente Konstellation ist die, in der alle drei Gruppen internen Einfluss und interne Information brauchen und haben. In diesem System hat das Management eine komplexere Aufgabe, denn es muss ja auch Interessen austarieren, und es könnte die Unbestimmtheit dieser Aufgabe nutzen, um sich der Kontrolle zu entziehen und seine eigenen Interessen im Übermaß zu verfolgen. Um dies zu verhindern, muss es kontrolliert werden, und dafür muss es aktive, aber auch wirklich gut informierte Stakeholder geben. Genau dies ist im so beschriebenen Insider-Control-System aus immanenten Gründen, das heißt als Folge der Eigeninteressen der Akteure, ohnehin gegeben.

Nun möchte ich noch einmal den Vergleich mit dem Puzzle aufgreifen, anhand dessen ich oben das Konzept der Konsistenz komplementärer Elemente erläutert habe. Wenn man die beiden hier kontrastierten Systeme betrachtet, erkennt man, dass es ein System gibt, in dem die Information externalisiert wird, in dem *outside control* herrscht und in dem die verschiedenen Gruppen wenig Bindung eingehen, in dem die Zielsetzung des Managements einfach und eindeutig ist, und in dem deshalb die Notwendigkeit der Kontrolle gering ist. Das ist das angelsächsische System. Dies ist eine mögliche Art, wie Konsistenz hergestellt werden kann. Und es gibt das andere, das kontinentaleuropäische oder japanische System mit den entgegengesetzten Merkmalsausprägungen. Beide sind in sich stimmig, ihre jeweiligen Elemente passen hinsichtlich ihrer Merkmalsausprägungen zusammen. Um im Bilde zu bleiben: In dem einen Spiel sind die Puzzlesteine eckig, in dem anderen sind sie gerundet. Offensichtlich – aber nicht nur in

den vorgestellten Puzzles – würden gerundete und eckige Teile zusammen kein schönes Bild ergeben.

Zur Entwicklungsdynamik von Corporate Governance-Systemen

Man kann mit den selben gedanklichen Konstrukten noch einen Schritt weiter gehen und die Veränderungen im Zeitablauf betrachten. In der Abbildung ist die Veränderung zwischen dem Anfang der 80er Jahre und dem Ende der 90er Jahre dargestellt: Die “Nasen” an den Kreisen zeigen die Veränderungen. Weisen sie nach oben, hat sich die Bedeutung erhöht, weisen sie nach unten, hat sie abgenommen. Weisen sie nach vorn, ohne anzusteigen oder abzusinken, hat sich die Bedeutung nicht verändert.

Kontinuität bzw. Wandel liegen dann vor, wenn sich die Kennzeichnung des Systems im Lauf der Zeit nicht verändert hat bzw. wenn sie sich verändert hat. Sind die Antworten auf die Fragen, welche Stakeholder-Gruppen und welche Mechanismen relevant sind, und was ihr Einfluss und ihre Art und Weise, gegebenenfalls Einfluss auszuüben, für die Funktionsfähigkeit des Gesamtsystems bedeuten, heute noch die selben wie vor einiger Zeit? Man erkennt aus der obigen Abbildung, dass in Deutschland und in Großbritannien die Kontinuität der Grundstruktur jedenfalls bis vor kurzem deutlich überwogen hat.

Wie erklärt sich die schon daran erkennbare Neigung von Systemen der Corporate Governance zu wenig Veränderung wie in den Fällen von Deutschland und Großbritannien bzw. zu starken Veränderungen wie im Falle Frankreichs? Diese Frage lässt sich allgemein mit dem Hinweis auf die “Systemhaftigkeit” beantworten: Systeme von Elementen, die komplementär zu einander und zugleich konsistent in der Ausprägung der Merkmale sind, haben eine geringe Veränderungsneigung, denn schrittweise Veränderungen würden zumindest für eine gewisse Übergangszeit Inkonsistenzen und damit funktionale bzw. handfeste ökonomische Nachteile mit sich bringen. Wenn es allerdings doch zu Veränderungen kommt, dann dürften diese eher abrupt und umfassend sein, genau um die Phase der Inkonsistenz so kurz wie möglich zu halten. Insofern erscheint es wenig verblüffend, was sich bezüglich Deutschland, England und Frankreich empirisch nachweisen lässt.

Aber gibt es in Deutschland wirklich wenig an struktureller Veränderung? Befindet sich die deutsche Corporate Governance nicht vielleicht gerade jetzt in einer Phase des Übergangs von einem einigermaßen stimmigen System der *inside control* mit vielen wichtigen Großaktionären, mit Mitbestimmung, mit Bankenmacht und mit einer geringen Aktivität des Kapitalmarkts als *market for corporate control* – zu einem ebenfalls einigermaßen stimmigen System der *outside control*?

Die Zeitspanne, für die die “Nasen” an den Kreisen in Abbildung 1 die Veränderungen anzeigen, umfasst nicht die allerjüngste Vergangenheit. Was hat sich in letzter Zeit geändert? Es scheint sich im gesamten Finanzsystem viel verändert zu haben, und dies gilt besonders hinsichtlich der Sachverhalte, die direkt oder zumindest indirekt in eine Kennzeichnung des Corporate Governance-Systems eingehen: Wir stecken mitten in einem Übergang zu internationalen Rechnungslegungsvorschriften. Wir haben das KonTraG und eine Reihe von Kapitalmarktförderungsgesetzen bekommen, die ohne Zweifel die Transparenz erhöht und die Rolle des Kapitalmarkts gestärkt haben. Wir beobachten eine abnehmende Abhängigkeit der Unternehmen von Banken durch die Einführung des Euro. Wir hatten jedenfalls bis zum März 2000 einen Aktienboom und einen unglaublichen Kursanstieg an den Börsen sowie eine nie gekannte *IPO-activity*. Wir haben eine Veränderung eines Pensionssystems bekommen und Steueränderungen,

die die Zerlegung der "Deutschland-AG" erleichtern sollen. Es gibt die aktuelle Diskussion über ein modernes die Manager entmachtendes Übernahmegesetz. Es gab eine wahre Euphorie zum Thema *shareholder value*. Im Januar 2000 wurde Mannesmann von Vodafone "feindlich" übernommen, was viele als einen Dammbbruch ansehen, der uns eine Flut weiterer feindlicher Übernahmen beschern wird. Das wirkt wahrlich nach einem dramatischen Ende des alten betulichen Systems – und es wäre in vielen Hinsichten sehr wünschenswert, wenn dies wirklich der Fall wäre.

Aber greifen wir eine Reihe von Punkten aus der obigen Liste umstürzender Veränderungen auf und fragen wir uns: Wie stellt sich das, was im letzten März wie ein wesentlicher Schritt zur Änderung der Struktur aussah, heute, im Juli 2001, dar? Heute wissen wir, im Gegensatz zu vorgestern, dass es mit dem "Takeover" des Übernahmegesetzes ins deutsche Recht nicht richtig funktioniert. Das ist ganz bezeichnend. Wir bleiben – mit der Opposition von der Politik und weiten Managerkreisen – offenbar bei dem alten System. Ich nehme ein anderes Beispiel heraus: die Reform des Pensionssystems. Es ist ziemlich irreführend und wird auch durch stete Wiederholung nicht zutreffender, wenn Journalisten schreiben, wir bekämen jetzt gleich ein angelsächsisches Pensionssystem. Der Anteil dessen, was der Kapitalmarkt zur Alterssicherung beiträgt, wird von fast nichts auf sehr wenig ansteigen – mehr nicht. Das ist in dieser Hinsicht eine kleine, wenn auch wichtige Änderung, aber es ist viel zu wenig für eine "Strukturänderung". Ist der Damm, der die *hostile takeovers* aufgehalten hat, wirklich gebrochen? Ja, das Vorurteil, dass solche Übernahmen in Deutschland unmöglich seien, ist beseitigt, aber nach dem Dammbbruch hat es keine Flutwelle gegeben.

Auch ganz spezifisch zum Thema Unternehmensverfassung gibt es wichtige aktuelle Entwicklungen. Wir können in letzter Zeit bezüglich *corporate governance related guiding principles* eine beträchtliche Aktivität beobachten. Eine allgemeine Verbesserung auf diesem Gebiet war längst überfällig. Wir werden in wenigen Tagen den Bericht der Corporate Governance-Kommission kennenlernen, die nach dem Holzmann-Fall eingeführt worden ist. Was bedeutet dies für meine Frage nach Kontinuität und Wandel? Die beiden konkurrierenden Sets von *guiding principles*, die Frankfurter und die Berliner Richtlinien, wie ich sie verkürzend nennen möchte, sind sehr aufschlussreich. Beide enthalten sehr viel und sehr Wichtiges und unbedingt Nützliches über Einzelheiten. Aber die Frankfurter Leitlinien sagen zumindest nicht offen etwas über die Grundstruktur der deutschen Corporate Governance. Es klingt zwar immer an, dass viel mehr Kapitalmarktorientierung nötig sei. Aber die Mitbestimmung, die Trennung von Aufsichtsrat und Vorstand und die Funktionsbestimmung des Vorstands sind dort nicht offen angesprochen worden. Die Leitlinien des sogenannten Berliner Initiativkreises, enthält auch nicht viel zu diesem handfesten Thema, dafür aber ein deutliches Plädoyer für Pluralismus, Managerautonomie und die Verantwortung von Managern.

Am Montag vor dem heutigen Vortrag berichtete die Frankfurter Allgemeine über die Pressekonferenz, bei der Herr Baums die Ergebnisse seiner Corporate Governance-Kommission vorgestellt hat. Dort findet sich der markante Satz: "Es gibt an sehr, sehr vielen Stellschräubchen etwas zu verändern". Dies trifft genau zu, und es ist sehr zu begrüßen, dass diese Schräubchen nachjustiert werden. Es gibt viel zu verändern – aber auch mit nachgezogenen Stellschräubchen bleibt das deutsche System der Unternehmenskontrolle in seiner Grundstruktur das alte. Dies will ich hier nicht bewerten. Ich fände es freilich noch besser, wenn man in der journalistisch-politischen Begleitung der sinnvollen Renovierungsarbeiten nicht so tun würde, als unternähme jemand einen Neubau oder zumindest einen größeren Umbau. Denn davon sehe ich nichts. Politiker und ihre wissenschaftlichen Berater bauen etwas um, ohne sich, wie es zumindest für den Außenstehenden scheint, auf die Frage einzulassen, ob und warum die Grundstruktur

erhalten bleiben oder verändert werden soll. Erst wenn eine Änderung der Grundstruktur in Angriff genommen wird, könnte man meiner Einschätzung nach wirklich von einem Wandel sprechen. Dann sollte man allerdings auch fragen, welche Grundstruktur besser ist, und sich nicht mit den Schlagworten zufrieden geben, die derzeit die öffentliche Diskussion prägen..

Konsistenz und Stabilität der CG-Systeme

	Relevanz verschiedener Wirkungsmechanismen																					
	Bedeutung der Stakeholdergruppen																					
	Haushalte (Streubesitz)	Haushalte (Blockbesitz)	Andere Unternehmen	NBFI	Banken	Manager	Mitarbeiter	Staat	Publizität (Transparenz)	Rechnungslegung	Festbetragsansprüche	Depot-Stimmrecht	Eigentumsstruktur	Verflechtungen	Boardstruktur	Übernahmeregelungen	Minderheitenschutz	Konkursrecht	Politischer Einfluß	Soziale Netzwerke	Pensionssystem	
Deutschland	○	●	●	○	●	○	●	○	○	○	●	○	●	●	●	○	○	○	○	○	○	○
Großbritannien	○	○	○	○	○	○	○	○	●	●	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Frankreich	○	●	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○



**KAPITALGESELLSCHAFTEN UND CORPORATE GOVERNANCE IN
DEUTSCHLAND**

KLAUS HOPT

Die Bank von Italien hat in den Einladungspapieren auf die vieldiskutierten amerikanischen Studien von La Porta und anderen Bezug genommen. Danach besteht eine Korrelation zwischen der Entwicklung der Finanzmärkte und Wirtschaft auf der einen Seite und dem Grad an Anlegerschutz und Unternehmensüberwachung auf der anderen. Deutschland liegt bei diesem Ranking – ob man dieses anerkennt nicht, ist eine andere Frage – auf den hinteren Rängen. Die Hauptkritikpunkte der Amerikaner am deutschen System sind die folgenden:

Der deutsche Kapitalmarkt sei im internationalen Vergleich noch deutlich unterentwickelt. Deutschland hat noch immer kein Übernahmerecht und auch keine Praxis von feindlichen Übernahmeangeboten; die Schwalbe Vodafone ./ Mannesmann mache noch keinen Sommer. Der deutsche Aufsichtsrat im *two tier*-System sei dem amerikanischen *unitary board* in jeder Hinsicht unterlegen. Die Wirtschaftsprüfer vermögen das nicht zu kompensieren, zumal ihre Unabhängigkeit in Zweifel gezogen wird und keine Kontrollinstanz wie die Securities and Exchange Commission für Ordnung Sorge. Das deutsche Bilanzrecht, das dem Gläubigerschutz den Vorrang vor dem Aktionärsschutz einräume, könne weder mit den IAS noch erst recht den US GAAP konkurrieren. Denn auf die *shareholders* als die eigentlichen Herren des Unternehmens (*residual owners*) komme es an. Wo bleibe in Deutschland der *shareholder value*? Die deutschen Universalbanken seien den amerikanischen Investmentbanken nicht gewachsen. Die verbreiteten Bankbeteiligungen und Bankmandate in Aufsichtsräten von Unternehmen seien unproduktiv und sogar schädlich. Erst recht gelte das für die Ringbeteiligungen, die für Deutschland typisch seien und das Insidersystem der Unternehmensüberwachung komplett machten.

Überhaupt sei das ganze Aktienrecht viel zu schwerfällig und bedürfe dringend der Deregulierung. Zwingendes Grundkapital, starre Bezugsrechte, unterentwickelte Management-Entlohnungssysteme, das komplizierte deutsche Konzernrecht und nicht zuletzt die unternehmerische Mitbestimmung seien geradezu Fossile, über die sich die Amerikaner wundern oder, wenn sie an den Wettbewerb der Systeme denken, freuen.

Was ist von diesen harten Urteilen zu halten? Diese Frage, die das ganze System wie auch viele seiner Einzelteile betrifft, läßt sich natürlich in 20 Minuten auch nicht annähernd behandeln (1). Ich habe deshalb für Sie ein kurzes Thesenpapier zusammengestellt, und zwar, um Ihnen die Diskussion zu erleichtern, etwas ausführlicher und in 20 Thesen gegliedert auf englisch. Daraus ergeben sich drei Teile: I. Bausteine eines Systems der Unternehmensüberwachung, II. Neuralgische Punkte und Stellschrauben bei der deutschen internen Unternehmensüberwachung und III. Problemfelder der deutschen externen Unternehmensüberwachung. Ich konzentriere mich im folgenden auf die ersten beiden Teile und lassen der dritten weg.

(1) Ausführlichere Darstellungen der deutschen Unternehmenskontrolle finden sich in Hopt, Das System der Unternehmensüberwachung in Deutschland, in: Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW), Hrsg., Kapitalmarktorientierte Unternehmensüberwachung, Düsseldorf (IDW-Verlag), 2001, S. 27-63; derselbe, Corporate Governance: Experiences and Questions from Germany, in: M. Neville, K. Engsig Sørensen, eds., The Internationalisation of Companies and Company Laws, Copenhagen (DJOF) 2001, p. 107-122. Zu Europa Hopt, Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa? – Überlegungen zum Einfluß der Wertpapiermärkte auf Unternehmen und ihre Regulierung und zum Zusammenwachsen von common law und civil law im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht –, in Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 2000, 779-818. International und interdisziplinär derselbe, Corporate Governance: Aufsichtsrat oder Markt? – Überlegungen zu einem internationalen und interdisziplinären Thema –, in: P. Hommelhoff, H. Rowedder, P. Ulmer, Hrsg., Max Hachenburg, Dritte Gedächtnisvorlesung 1998, Heidelberg (C.F. Müller) 2000, S. 9-47; K.J. Hopt, H. Kanda, M. J. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge, eds., Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research –, Oxford (Clarendon) 1998, 1238 p.

1. Bausteine eines Systems der Unternehmensüberwachung international und in Deutschland

In der modernen Theorie der *comparative corporate governance* werden als Bausteine eines Systems der Unternehmensüberwachung unterschieden: 1) Vorstand und Aufsichtsrat bzw. board; 2) die Arbeitnehmer und ihre Mitbestimmung; 3) die Banken; 4) Börse und Kapitalmarkt; 5) der Markt für Unternehmenskontrolle (also Übernahmeangebote); und 6) Publizität und Wirtschaftsprüfung. Diese Bausteine – natürlich wird das gelegentlich auch anders gegliedert – finden sich in den verschiedenen nationalen Unternehmensüberwachungssystemen in verschiedener Kombination und Intensität. Die jeweilige Kombination der Bausteine ist historisch bedingt und macht die nationale Eigenheit des Systems aus. Man spricht insoweit von *path dependence* oder Pfadabhängigkeit. Ich habe mir überlegt, ob es im Sinne Ihrer Tagung ist, nur zu Baustein 1 und 2 etwas zu sagen, also nur zum Aktienrecht im engeren Sinne. Ich glaube aber nicht, daß sich dann ein aussagekräftiger internationaler Vergleich ziehen läßt. Es gibt zwar in Deutschland noch den einen oder anderen älteren Aktienrechtler, der meint, das Aktienrecht isoliert vom Bank-, Kapitalmarkt-, Übernahme- und Rechnungslegungsrecht behandeln zu können. Aber das ist dann von vornherein nur rein juristisch-dogmatisch möglich, und richtiger Ansicht noch nicht einmal da. Vielmehr lassen sich Organisationsrecht (also primär Aktienrecht) und Marktrecht (primär Kapitalmarktrecht) nur sehr künstlich trennen. Näheres bleibt der Diskussion überlassen, in der ich mich dann auch gerne zu den von den Veranstaltern aufgeführten 13 Fragenkreisen äußern werde. Viele rechtstatsächlichen und ökonomisch-statistischen Einzelheiten der Unternehmensüberwachung in der Triade: USA, Deutschland und Westeuropa sowie Japan finden Sie in dem am Hamburger Max-Planck-Institut für Privatrecht unter meiner Leitung entstandenen Handbuch über "Comparative Corporate Governance", Oxford University Press 1998.

1.1 Vorstand und Aufsichtsrat (board)

Der Kernbaustein eines jeden Systems der Unternehmensüberwachung ist das Leitungs- und Kontrollorgan des Unternehmens. In der deutschen Aktiengesellschaft gibt es bekanntlich eine grundsätzliche, zwingende Aufgabenteilung zwischen zwei Organen für Leitung und Kontrolle. Diese sogenannte dualistische oder *two tier*-System hat in Deutschland eine weit über hundertjährige Geschichte und ist bei allen Aktienrechtsreformen niemals ernsthaft in Frage gestellt worden. Auch die Regierungskommission Corporate Governance tut das nicht. Über die Vor- und Nachteile beider Systeme wird hoch kontrovers gestritten, zuletzt auf meinem Geburtstagssymposium zwischen Lutter und Paul Davies. Näheres dazu finden Sie in der Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2001, Heft 2, und auf englisch im International and Comparative Corporate Law Journal 2 (2000) Issue 4.

Meine eigene Meinung kann ich in zwei Aussagen zusammenfassen: 1) Es gibt in den großen Aktiengesellschaften eine erhebliche Konvergenz zwischen beiden board-Systemen, und insoweit wird mir sicher auch Reinhard Schmidt zustimmen. 2) Es sollte der Gesellschaften überlassen bleiben, ob sie das einstufige oder das zweistufige System wählen. Das ist schon jetzt möglich bei der deutschen GmbH, in Frankreich allgemeiner bei der *société anonyme* und neuestens auch sehr fortschrittlich bei der Europäischen Aktiengesellschaft. Diese freie Wahl (für Unternehmen, nicht nur für Mitgliedstaaten) war schon immer meine Forderung, und ich halte dieses Unternehmenswahlrecht bei der *Societas Europaea* für ein wichtiges Signal für mehr Gestaltungsfreiheit im Gesell-

schaftrecht, auch wenn das Statut der SE im übrigen ähnlich dem deutschen § 23 Absatz 5 AktG von Satzungsfreiheit wenig hält. Wir leiden indessen in Deutschland in der Aktiengesellschaft und teilweise auch in der GmbH an zu viel zwingendem Recht und vertrauen zu wenig dem Wettbewerb zwischen den Rechtsformen und den Satzungen. Das gilt auch für das Recht des Mindestkapitals und seiner Erhaltung, beides wird ökonomisch kritisch beurteilt und in den USA und anderen Ländern anders geregelt, ist aber europarechtlich in der Zweiten Richtlinie bis auf weiteres festgeschrieben.

1.2 *Die Arbeitnehmer und ihre Mitbestimmung*

Die deutsche *corporate governance* ist stark auf Gläubiger, also *stakeholder*, ausgerichtet. Unter den Gläubigern sind an erster Stelle die Arbeitnehmer der Gesellschaft zu nennen. Sie haben über den Arbeitsmarkt und innerbetrieblich Einfluß auf die Unternehmensüberwachung. Dieser Einfluß gewinnt eine besondere Bedeutung, wenn er innerhalb des Kontroll- oder sogar des Leitungsorgans ausgeübt werden kann, wie das bei der deutschen Unternehmensmitbestimmung der Arbeitnehmer mit Sitz und Stimme im Aufsichtsrat und eventuell sogar einem Arbeitsdirektor im Vorstand der Fall ist. International gesehen ist diese Mitbestimmung in ihrer paritätischen bzw. quasiparitätischen Form ein deutscher (und vorerst noch niederländischer) Sonderweg geblieben. In den Niederlanden gilt sie bemerkenswerterweise seit jeher nicht für multinationale Unternehmen, die dadurch abgeschreckt werden könnten, und neuestens wird die Preisgabe des bisherigen Systems zugunsten eines flexibleren, nicht mehr paritätischen Modells in Erwägung gezogen. In anderen europäischen Ländern gilt die Mitbestimmung schon immer höchstens drittelparitätisch. Im anglo-amerikanischen Bereich wird sie von der Praxis und auch von der ökonomischen Theorie strikt abgelehnt. Die Kontroverse hat mittlerweile auch auf die deutsche wirtschaftswissenschaftliche Diskussion übergreifen in der Kritiker und Befürworter sich die Waage halten. Die Praxis scheint sich mit der Mitbestimmung ganz gut arrangiert zu haben. Vor allem hört man aus der Zeit nach der Wiedervereinigung, als es galt, morade ostdeutsche Betriebe zu retten, Gutes über die Mitbestimmung. Ohne sie wäre, so mancher Praktiker, die Umstellung und Gesundschumpfung vielfach nicht oder nur sehr viel schwerer möglich gewesen. Für die Societas Europaea hat Deutschland, und das heißt Gewerkschaften und Regierung, eine weitestgehende Sicherung der derzeitigen deutschen Mitbestimmungsrechte durchgesetzt. Bundespräsident Rau hat sich nicht gescheut, die deutsche Mitbestimmung als Standortvorteil zu bezeichnen, und auch die Regierungskommission Corporate Governance hat sich an dieses heiße Eisen in Abstimmung mit dem Kanzleramt leider nicht herangetraut, was ihre Vorschläge schwächt. Die internationale Praxis spricht eine deutlich andere, negative Sprache, von einzelnen Mitbestimmungsarrangements bei multinationalen Fusionen abgesehen. Es steht zu befürchten, daß die deutschen Unternehmen einen erheblichen Wettbewerbsnachteil beim Gebrauch der Rechtsform der Societas Europaea haben werden.

1.3 *Die Banken*

Der Einfluß der deutschen Banken, insbesondere der privaten Großbanken, auf die Unternehmen ist gegenüber anderen Ländern wie insbesondere den USA und Großbritannien unvergleichlich größer. Das gilt, obwohl die Konzentration im deutschen Bankengewerbe mit nur etwa 26% Marktanteil der privaten Banken verglichen mit der Konzentration in verschiedenen Nachbarländern eher gering ist. Kritisiert wird vor allem die Kombination von Kreditvergabe, Bankbeteiligungen, Vorsitz und Mandaten

im Aufsichtsrat und Stimmrechtsvollmacht. Hinzu kommt noch der Einfluß, den die privaten Banken über ihre Investmenttochtergesellschaften haben. Deutsches Aktienrecht zu behandeln, ohne einen Blick auf die Banken zu werfen, ist einäugig. Die diesbezügliche Beschränkung der Regierungskommission Corporate Governance läßt sich nur aus ihrem politischen Auftrag erklären. Andererseits haben die USA soeben nach langen Anläufen ihr Trennbanksystem unter dem *Glass-Steagall Act* aufgegeben, und in Deutschland befinden sich die großen Universalbanken in einem rasanten Umbruch, um international aufholen und mithalten zu können. Zuletzt sind dazu die Aktivitäten der Deutschen Bank und das Zusammengehen von Allianz und Dresdner Bank zu nennen. Die Commerzbank gilt als Übernahmekandidat.

1.4 *Börse und Kapitalmarkt*

Börse und Kapitalmarkt sind in Deutschland im Vergleich zu den USA und Großbritannien unstreitig unterentwickelt. Erst in den letzten Jahren zeigt sich ein deutliches Umdenken. Es gibt heute in Deutschland 15 Mio. Aktionäre, eine Zahl, die sich vor kurzem noch niemand hätte vorstellen können. Die Zahl der börsennotierten Gesellschaften wie überhaupt der Aktiengesellschaften ist erheblich gestiegen. Neue Börsenmarktsegmente wie der Neue Markt sind – trotz aller jüngsten Schwierigkeiten, die teils konjunkturbedingt sind, teils hausgemacht durch schwere Managementfehler – mit beachtlichem Erfolg eingeführt worden. Internationale Techniken der Emission und Platzierung wie book building, Auktionsverfahren u.a. haben sich in Deutschland eingebürgert. Anglo-amerikanische Vertrags- und Prüftechniken wie die due diligence bei mergers & acquisitions sind auch hierzulande fest etabliert. Die Diskussion um den shareholder value ist auch in Deutschland entbrannt. Nach einer McKinsey-Umfrage sind Anleger, insbesondere institutionelle, bereit, eine bessere corporate governance ceteris paribus mit bis zu 20% Aufschlag zu honorieren. Aktienrecht ohne Börsen- und Kapitalmarktrecht gehört heute der Vergangenheit an. Diese Erkenntnis hat sich gegen erheblichen Widerstand der Aktienrechtler der alten Generation inzwischen durchgesetzt. Einzelheiten dazu finden sie in der Münchener Habilitationsschrift meines Schülers Mülbart.

1.5 *Der Markt für Unternehmenskontrolle*

Ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle existiert in Deutschland herkömmlich nicht. Insbesondere sind feindliche Übernahmen bisher nahezu unbekannt. Die Vorzeigefälle Krupp/Thyssen und zuletzt Vodafone/Mannesmann sind zwar bisher noch Einzelfälle, signalisieren aber deutlich eine Zeitenwende. Dem entspricht, daß es in Deutschland bisher keine gesetzliche Rahmenregelung für Übernahmen gibt. Es gibt zwar einen freiwilligen Übernahmekodex von 1995, in der Fassung vom 1.1.1998. Er wird von der Übernahmekommission in Frankfurt, deren Mitglied ich bin, administriert und hat als Grundlage für bis heute rund 100 Verfahren gedient. Das kann sich sehen lassen. Dennoch vermag der Übernahmekodex auch nach unserer, der Kommission, Ansicht mangels flächendeckender Anerkennung eine gesetzliche Regelung auf Dauer nicht zu ersetzen. Der Erlaß eines deutschen Übernahmegesetz bis Ende des Jahres ist überfällig.

Daß die deutsche Intervention in Straßburg zum Debakel der 13. Richtlinie geführt hat, wird in Deutschland offiziell als Sieg gefeiert, meines Erachtens ist das für Deutschland und für die EU umgekehrt ein Pyrrhus-Sieg. Es steht aber zu hoffen, daß es

der Europäischen Kommission gelingt, aufgrund der Empfehlungen der High Level Group of Company Law Experts, die am 11.9.2001 zum ersten Mal tagen wird und bis Ende des Jahres einen ersten Bericht erstatten soll, die 13. Richtlinie mit Erfolg neu einzubringen – zugleich mit Vorschlägen, wie dem von Deutschland zu Recht beanstandeten Fehlen eines *level playing field* abgeholfen werden könnte.

1.6 *Publizität und Wirtschaftsprüfung*

Bei der Unternehmensüberwachung spielen in Deutschland und international die Publizität und die Wirtschaftsprüfung eine herausragende Rolle. Die Unternehmenspublizität, zumal wenn sie geprüft wird, vermittelt den Akteuren am Markt verlässliche Informationen – jedenfalls ist das die praktische Erfahrung, auch wenn bestimmte Kapitalmarkttheorien das in Abrede stellen. Ganz sicher aber stellt Unternehmenspublizität für die Unternehmen einen schonenderen, marktverträglicheren Eingriff dar als eine materielle, zwingende Gesetzesregelung. Die periodische Rechnungslegungspublizität im Dritten Buch des HGB stellt nach wie vor den Kern dar. Daneben ist aber die Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz 1995 getreten und hat seither eine rasante Entwicklung genommen. Wichtig sind auch die Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff WpHG, die schon bei 5% Stimmrechtsanteil einsetzen, ganz im Gegensatz zur antiquierten Regelung im Aktiengesetz erst bei 25%. Vielleicht wäre die 5%-Schwelle wie in England noch weiter zu senken, etwa auf 3%.

2. Neuralgische Punkte und Stellschrauben bei der deutschen internen corporate governance

2.1 *Grundwertungen für eine Schwachstellenanalyse und künftige Reformen*

a) Eine Systemveränderung oder auch nur eine umfassende Reform des Aktienrechts brauchen wir meines Erachtens nicht. Das Schlagwort von der Macht der Banken, das die Diskussion vor der Aktienrechtsreform 1997 beherrscht hat, ist oberflächlich und wird ideologisch genutzt. Das gilt ebenso für einzelne spektakuläre Unternehmensschieflagen wie Metallgesellschaft, Holzmann, Bayerische Hypotheken- und Wechselbank, Berliner Bank u.a. Was Not tut, ist nicht eine pauschale Systemkritik und Reformeuphorie, sondern eine sorgfältige Analyse der einzelnen Schwachstellen und gezielte, konkrete Reformarbeit.

Das gilt vor allem für die Rechnungslegung. Hier sind einschneidende Veränderungen zu erwarten. Diese werden vor allem von den internationalen Finanzmärkten getrieben. Die EU zieht insofern nur nach. Das deutsche System der Unternehmensüberwachung bedarf außerdem größerer Reformen im Börsen- und Kapitalmarktrecht. Am dringlichsten ist dabei das Übernahmerecht. Aber auch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz steht vor der Tür. Inzwischen hat das Bundesfinanzministerium einen Diskussionsentwurf vorgelegt und ein Hearing in Berlin dazu abgehalten. Für die nächste Legislaturperiode ist bereits ein 5. Finanzmarktförderungsgesetz mit grundlegenden Reformen im Börsengesetz, unter anderem was die Proprietary Trading Systems (PTS) bzw. Electronic Communications Networks (ECN) angeht, angekündigt worden. An das heiße Eisen der (wirklichen) Privatisierung von Börsen – also unter Preisgabe ihrer öffentlichrechtlichen Natur, nicht nur mit privater Trägerschaft – wird man sich jedoch höchstwahrscheinlich nicht herantrauen.

b) Sodann gilt es vor zu viel Verrechtlichung zu warnen. Politiker reagieren typischerweise zu spät und dann mit Gesetzen und Bürokratie. Das führt zu Inflexibilität und lähmt Selbstverantwortung und Marktkräfte. Notwendig sind im Gegenteil Deregulierung, Gestaltungsfreiheit und das heißt Wettbewerb auch im Aktien- und Börsenrecht.

c) Haftung ist notwendig, aber nur ein und ein eher kleinerer Teil der Unternehmensüberwachung. Haftung darf vor allem nicht überzogen werden, weil sie sonst zur Lähmung von Eigeninitiative und notwendiger Risikobereitschaft führt. Das gilt für die Vorstände, die den Freiraum der *business judgment rule* benötigen, ebenso wie für die Wirtschaftsprüfer, die nicht einer unüberschaubaren Dritthaftung ausgesetzt werden dürfen. Die *business judgment rule* soll übrigens nach der Forderung des Deutschen Juristentags, der sich die Regierungskommission Corporate Governance angeschlossen hat, künftig im Aktiengesetz ausdrücklich verankert werden. Auf der anderen Seite sollte meines Erachtens bei Verstößen gegen die *duty of loyalty* (*self-dealing, corporate opportunity*, Wettbewerb mit der Gesellschaft usw) im Gegensatz zu den der *business judgment rule* unterliegenden normalen Pflichtverstößen (*duty of care*) in Deutschland ähnlich wie in den USA deutlich strenger zugegriffen werden.

d) Unternehmenskontrolle ist seit der Aktienrechtsreform 1998 eine wichtige Aufgabe der Wirtschaftsprüfer. In der Öffentlichkeit besteht jedoch eine Tendenz, von den Wirtschaftsprüfern zu viel zu erwarten (die sogenannte Erwartungslücke) und sie dann für Mängel im System der Unternehmensüberwachung hauptverantwortlich zu machen. Richtigerweise sind zunächst die Aktionäre selbst und der von ihnen gewählte Aufsichtsrat verantwortlich, und erst im Zusammenwirken mit dem Aufsichtsrat die Abschlußprüfer. Zu dieser Innenkontrolle muß eine effektive Außenüberwachung durch die Börsen, den Kapitalmarkt und einen funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle hinzukommen.

2.2 Aktivierung der Aktionäre

a) Wie zuvor gesagt, ist es letztlich Sache der *principals*, dafür zu sorgen, daß ihre *agents* überwacht werden. Nun ist es bekanntlich ein grundlegender Unterschied zwischen Deutschland und etwa den USA, daß es in Deutschland viele Großaktionäre und verhältnismäßig wenige reine Publikumsgesellschaften im Streubesitz gibt. Dieser Unterschied in der Eigentümerstruktur hat zur Folge, daß die Herrschaftsverhältnisse und Schutzbedürfnisse in den Unternehmen in Deutschland typischerweise andere sind als in den USA. Das ist der Grund, warum in den USA in erster Linie der Schutz der Aktionäre vor der Verwaltung diskutiert wird. Das Verhältnis zwischen *shareholders* und *board* ist der paradigmatische Konflikt zwischen *principal* und *agent*. Demgegenüber stehen in Deutschland der Schutz der Minderheitsaktionäre vor der Mehrheit und der Schutz der außenstehenden Aktionäre im Konzern im Zentrum der Aufmerksamkeit. Aber auch umgekehrt sind die Gefahr des Mißbrauchs von Minderheitsrechten und damit der Schutz der Mehrheit vor räuberischen Minderheitsaktionären ein akutes Thema.

b) Wie in den USA und in Großbritannien werden künftig auch in Deutschland die institutionellen Anleger entscheidende Players bei den Publikumsgesellschaften sein. Man denke nur an den kalifornischen Pensionsfonds CalPERS und den ungewöhnlichen Einfluß, den er und andere institutionelle Anleger mit ihren Forderungen für die internationale corporate governance auch in Deutschland ausüben.

c) Neben den Großaktionären und den institutionellen Anlegern dürfen die privaten Anleger nicht vergessen werden. Sie schlechthin als Nichtbeteiligte zu behandeln, wie das anscheinend Herr Schmidt tun will, ist meines Erachtens der falsche Weg. Auch sie sind durch ihre Aktionärsrechte einschließlich der Aktionärsklagerechte in die Unternehmenskontrolle eingebunden und sollten künftig noch mehr eingebunden werden, so zu Recht der Deutsche Juristentag 2000 in Leipzig auf der Grundlage des Gutachtens von Herrn Kollegen Baum. Zu den modernen Aktionärsrechten gehört auch die weitestmögliche Nutzung der modernen Kommunikationsmöglichkeiten und ihre Zulassung durch das Aktiengesetz. Die Hauptversammlung ist in Deutschland derzeit so denaturiert, daß ausländische Betrachter, auch aus dem anglo-amerikanischen Bereich, darüber nur den Kopf schütteln können. Gute Publizität, aber keine mißbräuchlichen Anfechtungsklage! Vernünftige Redebeiträge zum Unternehmen statt endloser Fragekataloge und statt Instrumentalisierung zu Politik, Ideologie und Selbstdarstellung! Harte Opposition, aber keine verdeckten Zahlungen als Vergleich, Anwaltsgebühr oder Beratungshonorar, mit denen sich das Unternehmen von Störungen freikauf!

2.3 Weitere Verbesserungen im Bereich der Aufsichtsratsstätigkeit

a) Von dem Unternehmenswahlrecht wie in Frankreich zwischen dem Aufsichtsratssystem und dem board-System habe ich bereits gesprochen.

b) Reformbedürftig, aber derzeit in Deutschland nicht reformfähig ist die Frage der deutschen Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat. Aus der Sicht der ökonomischen Theorie ist die Beurteilung eher negativ, jedenfalls aber hoch kontrovers. Das institutionenökonomische Argument geht in nuce dahin, daß Mitbestimmungsmodelle sich am Markt von selbst durchsetzen würden, wenn sie wirklich ökonomische Vorteile für das Unternehmen hätten. Demgegenüber gibt es in Deutschland gewisse praktische Erfahrungen dahin, daß die Mitbestimmung dazu beiträgt, die Zusammenarbeit zwischen Kapitalgebern und Arbeitnehmer zu stabilisieren und möglicherweise sogar als ein Frühwarnsystem für soziale Konflikte zu dienen. Wie dem auch sei, es liegt hier ein deutlicher Fall der sogenannten Pfadabhängigkeit vor. Ob sich dieser deutsche Sonderweg auf Dauer bewähren wird, ist abzuwarten. Ich bin eher skeptisch.

c) Besonders wichtig ist die Installierung und laufende Verbesserung geeigneter Überwachungssysteme durch den Vorstand (§ 91 Abs. 2 AktG). Diese Systeme müssen durch den Aufsichtsrat und bei amtlich notierten Gesellschaften auch durch die Abschlußprüfer kontrolliert werden (§ 317 Abs. 4 HGB). Das zeigen auch die Erfahrungen in Großbritannien. Hier wird sich meines Erachtens entscheiden, ob die Aktienrechtsreform 1998 erfolgreich sein wird oder nicht.

d) Sodann kommt es auf einen ausreichenden Informationsfluß vom Vorstand zum Aufsichtsrat und von diesem weiter zu den Wirtschaftsprüfern an. Die Berichterstattung des Vorstands muß um die Darstellung der Durchführung der Unternehmensplanung und um eine Abweichungsanalyse erweitert werden. Die Auskunftspflichten des Vorstands und die Informationsrechte des Aufsichtsrats müssen sich auch auf Konzerntöchter erstrecken. Der Aufsichtsrat ist nur so gut, wie seine Mitglieder. Dringend notwendig sind deshalb Verbesserungen des Profils der deutschen Aufsichtsräte, Professionalisierung, Schulung im Bilanzlesen und verbesserte Abbildung des internationalen Geschäfts bei der Besetzung. Selbstverständlich kann der Gesetzgeber das nicht rechtlich festschreiben. Hier ist aber die Rechtsprechung gefordert.

2.4 Zu den Wirtschaftsprüfer und zu Rechnungslegung und Publizität nur noch Stichworte:

a) Eine zwingende externe Rotation der Wirtschaftsprüfer halte ich letztlich nicht für sinnvoll. Auch die zwingende Trennung von gleichzeitiger Prüfung und Beratung, wie sie die SEC in den USA gegen heftigsten Widerstand der Praxis durchgesetzt hat, ist problematisch. Als Modell für Deutschland eignet sich diese Reform, bis gesicherte Erfahrungen damit vorliegen, nicht. Die großen internationalen auditing firms haben allerdings rein praktisch kaum eine andere Wahl. Rechtlich halte ich die Pflicht zur Offenlegung der Beratungshonorare an den Aufsichtsrat, nicht die Hauptversammlung, für durchaus diskutabel.

Eine weitere praktische wichtige, aber sehr schwer zu beantwortende Frage ist es, welche Verantwortung der Abschlußprüfers für die Aufdeckung von Unregelmäßigkeiten haben soll.

Hierher gehört auch die Frage der Haftung der Wirtschaftsprüfer, bei der wiederum vor allem die Gerichte gefordert sind. Das gilt insbesondere für die Haftung gegenüber Dritten.

b) Ganz klar ist auch, daß die Konzernrechnungslegung und im Anschluß daran wahrscheinlich auch der Einzelabschluß bis spätestens 2005 drastische Veränderungen erleben wird. Dabei droht meines Erachtens international ein Konflikt zwischen den IAS und den US GAAP und damit ein Konflikt zwischen der SEC und Europa. Manchens läßt sich ausräumen, z.B. Quartalsberichte auch in Deutschland, anders bleibt kontrovers wie z.B. Bilanzierung des Goodwills, die letzte Woche in den USA revolutioniert worden ist.

Auf Dauer ist allgemeiner damit zu rechnen, daß es zu einer Differenzierung der Rechnungslegung nach Börsenzulassung kommt. Das fügt sich ein in die schon seit längerem international und national zu beobachtende Herausbildung eines Sonderrechts für Unternehmen mit Börsennotierung. Diese Zweiteilung, die offenbar auch in Italien vorherrscht, darf allerdings nicht den Blick dafür verstellen, daß die entscheidende Weichenstellung nicht erst mit der Börsennotierung erfolgt, sondern mit der erstmaligen Inanspruchnahme des Kapitalmarkts. Das ist im amerikanischen und in vielen kontinentalen Rechten klar erkannt. Going public bzw. öffentlicher Vertrieb ist die Scheidemarke. Sie ist nicht unbedingt ein point of no return. Aber der Weg zurück, und erst recht das delisting, ist schwierig.

c) Publizität reicht weiter als die Rechnungslegung, die periodisch und rückwärts gerichtet ist. Die Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz habe ich bereits erwähnt. Sie ist inhaltlich und in ihren Sanktionen reformbedürftig. Inhaltlich wird sie derzeit von den Unternehmen zur Eigendarstellung mißbraucht. Die Haftung des Emittenten aus § 15 hat der Gesetzgeber ausgeschlossen. Es kann jedoch nicht angehen, daß für unrichtige Aussagen über ein Unternehmen am Kapitalmarkt nur bei Vorsatz gehaftet wird. Die Regierungskommission will dazu einen Reformvorschlag machen. Abgesehen davon ist auch die börsen- und kapitalmarktrechtliche Prospekthaftung überholungsbedürftig.

3. Problemfelder der deutschen externen corporate governance

Zur Behandlung der Außenkontrolle reicht wie schon zu Beginn angekündigt, die Zeit leider nicht mehr, obwohl Innenkontrolle ohne Außenkontrolle nicht funktionieren

kann. Dazu gehören in Deutschland ganz dringend 1. Börsenreform, 2. eine allgemeinere Reform des außerbörslichen Kapitalmarktrechts, 3. ein Wertpapier- und Unternehmensübernahmegesetz bis zum Ende des Jahres, nach Scheitern der 13. Richtlinie nunmehr erst recht, und 4. eine Ergänzung dieses Rechtsrahmen durch einen vernünftigen Code of conduct, der aber Zähne braucht (“comply or explain” ist eine gute Formel). Vielleicht wird aber das eine oder anderen davon in der Diskussion aufgegriffen.

ENGLISH SUMMARY IN 20 THESES

Limited Liability Companies and Corporate Governance in Germany

I. *Systemic Elements of Corporate Governance in the International Discussion and the Use of these Elements in the German System*

A. *Six Systemic Elements of Corporate Governance in the International Discussion*

1. In modern comparative corporate governance theory, the systemic elements of corporate governance are the following: a) the board (management board and supervisory board); b) labor co-determination and labor markets; c) financial intermediaries; d) stock exchange and capital markets; e) the market for corporate control; and f) disclosure and auditing.

B. *Basic Premises in the Evaluation of the German System and its Development and Reform*

2. There is no reason for changing the German system of corporate governance, nor for comprehensively reforming the German Stock Corporation Act (the Stock Corporation Reform Act II). This does not exclude specific reform measures.

3. There is a case against too much regulation and juridification. It leads to inflexibility and paralyzes the forces of the market.

4. Liability is part of corporate governance, but it must not paralyze personal initiative and lead to risk aversion.

5. In the public there is a tendency to ask too much of the auditors (“expectation gap”) and to hold them primarily responsible for failures in the system of corporate governance. Yet one must first turn to internal corporate governance to hold the shareholders themselves and the supervisory board primarily responsible, and only afterward the auditors who are to cooperate with the supervisory board. An effective external corporate governance by the stock exchanges, the capital market, and a functioning market for corporate control must supplement internal corporate governance.

2. *Highlights for Reform: Internal Corporate Governance*

A. *Shareholder Activism*

6. Large shareholders are typical for Germany. This is quite different from the United States. The institutional shareholders have an important role to play. Their number and relevance are increasing in Germany also. But the private shareholders also have their part to play in internal corporate governance. They exercise it by their shareholder rights (including shareholder rights to sue, see German Lawyers Association Biannual Meeting 2000 in Leipzig).

B. Further Improvements Concerning the Board

7. Giving up the German two-tier board system in favor of the Anglo-American one-tier board is not the solution. Yet giving enterprises an option to choose between the two-tier and the one-tier board system as in France would have advantages. Giving up the German labor co-determination is also not opportune at the moment (“path dependency”).

8. One of the major tasks of inside corporate governance is the installation and constant improvement of suitable monitoring systems by the management board (Section 91 para. 2 of the Stock Corporation Act) and its check by the supervisory board and to a limited extent, i.e. in case of officially listed companies (Section 318 para. 4 of the Commercial Code) by auditors are of central importance.

9. It is furthermore decisive to have a functioning flow of information from the management board to the supervisory board. This is particularly true for the enterprise planning and its implementation. The duties of the management board to inform the supervisory board and the rights of the latter to be informed must be extended also to subsidiaries.

10. The communication between the supervisory board and the auditors must be further improved.

C. Auditors and Accounting

11. Obligatory external rotation of auditors is not recommended. As to the question of mandatory separation between auditing and consulting, the U.S.-American development must be watched carefully because of its possible radiations toward Europe.

12. Group accounts must be steadily internationalized. Section 292 a of the German Commercial Code is only of a temporary nature and its validity is doubtful under constitutional law. In Europe, accounting is developing toward the International Accounting Standards (IAS). A conflict between these standards and the US GAAP should be avoided as far as possible, but cannot be excluded.

13. The single accounts must become even more meaningful. Single accounts and group accounts should not deviate too much from each other.

14. Quarterly reporting by listed enterprises is necessary, but it should be left to the stock exchanges and the markets rather than the legislators.

3. Highlights for Reform: External Corporate Governance

A. Stock Exchange and Capital Markets

15. A fundamental reform of German stock exchange law is overdue. The international competition of sites and states will finally have its way even against resistance from different camps and interests. The difficulties that have arisen in the failed merger of the German Stock Exchange and the London Stock Exchanges have illustrated once more how urgent this reform is. The modernization and partial harmonization of the capital market law in the European Union must be carried further.

B. The 13th Directive and the German Takeover Act

16. The Common Standpoint of the 13th Directive on Takeovers is a reasonable compromise. The resolution of the European Parliament unraveling this compromise

endangers the enactment of the directive altogether. In view of this, the preparatory work on the German Takeover Act must be pushed forward. Germany cannot wait for the enactment of the directive. The mandatory bid requirement and the duty to refrain from frustrating action belong to the European minimum standard for takeover laws. The duty to refrain from frustrating action does not prevent the management board from evaluating the bid and stating clearly if it thinks it not to be in the best interest of the shareholders of the target.

C. Law, Codes, and Enforcement

17. Not all corporate governance reforms in Germany need legislative intervention and mandatory laws. Codes of conduct that follow the British example and the example of many other countries are a good complement, provided they are meaningful, concrete, and respectful of the needs and possibilities of the practice.

18. The best reform measures do not count if they are not well enforced. Enforcement can and should first be by self-control. The recent introduction of the peer review by German legislators – initiated by the auditing profession and its professional body, the Institute of German Auditors (IDW) – is to be welcomed. The institute's proposal of establishing an independent private supervision body similar to the British Financial Reporting Review Panel merits great attention.

19. Enforcement by self-control must be supplemented by external control. In any case, this corresponds to the German tradition. Yet self-control may have an impact on the necessity and the extent of external control. The introduction of a body entrusted with supervising markets or banks as well as companies is not even considered in Germany. On the other hand, turning the German Federal Supervisory Office for Securities Trading into a body with the competence and the powers to fully supervise the capital markets as in most of the other western industrialized states is indispensable. The questions of which role the Federal Supervisory Office for Securities Trading should have toward auditors and accounting and whether a European supervisory body (instead of or in addition to the national supervisory bodies) makes sense must be discussed further.

20. In the global competition of sites and states, the better system of corporate governance has an edge. The German legislators who enacted the German Reform Act of 1998 (board and auditors law reform) have entrusted the auditing profession with the role of being a partner of the supervisory board. This is a responsibility for the whole system of corporate governance which the auditing profession must meet actively to prevent the system as well as the profession from suffering harm.

**CORPORATE GOVERNANCE IN DEUTSCHLAND-AKTUELLE
ENTWICKLUNGEN**

THEODOR BAUMS

Meine Aufgabe heute lautet, über gesetzgeberische Vorhaben zur Reform in Deutschland im Bereich Corporate Governance oder, allgemeiner, im Bereich des Kapitalgesellschaftsrechts zu sprechen, denn Corporate Finance und sonstige organisationsrechtliche Fragen werden auch berührt werden. Ich habe das Thema in vier Teile aufgeteilt, die ich kurz nacheinander behandeln möchte. Da ist einmal das Namensaktiengesetz, das gestern schon erwähnt wurde. Zweitens liegt der Entwurf eines Übernahme-Gesetzes vor; auch das war gestern schon angesprochen worden. Drittens, die Pläne für ein Viertes Finanzmarktförderungsgesetz sind weit fortgeschritten. Und letztens und im Hauptteil erläutere ich dann die Vorschläge der Regierungskommission Corporate Governance.

Worum geht es beim Namensaktiengesetz? (1) Dazu drei Informationen. Die Namensaktie, die sich bisher mit Ausnahme des Versicherungsbereichs in Deutschland eher in einem Dornröschenschlaf befunden hat, soll, internationalen Standards entsprechend, eine größere Bedeutung erhalten. Dazu ist das Namensaktienbuch künftig elektronisch zu führen oder kann jedenfalls so geführt werden. Weiterer Gegenstand dieses Gesetzes, der sich nicht unbedingt aus dem Titel ergibt, ist, die Möglichkeiten moderner Kommunikationstechnologien besser zu nutzen, sowohl bei der Arbeit des Aufsichtsrats, als auch und vor allen Dingen bei der Abwicklung von Hauptversammlungen. Und, drittens, ein Punkt, der ganz zum Schluss bei der Beratung des Gesetzes in das Gesetz hereingekommen ist: Unser traditionelles System der Stimmrechtsvertretung, das Bankendepotstimmrecht, das häufig im Mittelpunkt der Kritik stand, wird jetzt ergänzt durch ein Verwaltungsstimmrecht, man kann sagen ein Proxysystem nach amerikanischem Vorbild, also ein System, nach dem der Vorstand Angestellte des Unternehmens oder zum Beispiel auch einen Wirtschaftsprüfer benennen kann, denen dann die Aktionäre Stimmrechtsvollmachten erteilen. Das ist sehr überraschend gewesen, dass wir diese Änderung bekommen haben. Im Entwurf des Gesetzes war dies noch nicht vorgesehen, erst der Bundestag hat dies eingefügt. Davon wird auch jetzt schon Gebrauch gemacht, von diesem Verwaltungsstimmrecht, und das wird die Gewichte und die Machtbalance in unseren Publikumsgesellschaften erheblich verschieben. Das alte Thema der Bankenmacht wird sich infolgedessen und infolge des steuerlich erleichterten Verkaufs von Beteiligungsbesitz und mit dem Abbau von Aufsichtsratspositionen künftig jedenfalls für unsere Großunternehmen weitgehend erledigen. Dies wird die Machtbalance in unseren Publikumsgesellschaften weiter hin zum Management verschieben. Auch das ist ein Schritt, wenn Sie so wollen, stärker aufs amerikanische System zu. Soviel zum Namensaktiengesetz. Es ist in Kraft seit Anfang diesen Jahres.

Dann der Entwurf eines Übernahme – Gesetzes(2). Deutschland wird bis Ende dieses Jahres ein Gesetz über öffentliche Übernahmeangebote haben. Dieses wird drei Bereiche regeln: Erstens, die Abwicklung freiwilliger öffentlicher Wertpapierkaufangebote einschließlich der Übernahmeangebote, die auf den Erwerb der Kontrolle in einer Gesellschaft abzielen; zweitens, es wird Pflichtangebote vorsehen, also die Pflicht, ein Angebot auf alle Aktien einer Gesellschaft vorzulegen, wenn jemand dreißig Prozent des Aktienbesitzes einer börsengehandelten Gesellschaft erreicht hat; und schließlich wird es nach internationalem Vorbild eine Freeze-Out-Regelung enthalten.

(1) Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (NaStraG) v. 24. 01. 2001, BGBl.I 2001 Nr. 4 S. 123.

(2) Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen v. 17.08. 2001, BR-Drucksache 574/01.

Der dritte Bereich, der hier von Interesse sein könnte und von mir kurz angesprochen wird, ist der Entwurf eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes (3). Deutschland versucht seit Jahren, seine Finanzmarktgesetze zu modernisieren, zum Teil auf Vorgaben der EU hin, zum Teil aber sozusagen auch aus eigenem Antrieb, und internationalen Standards stärker anzupassen. Daher die drei bereits vorliegenden Finanzmarktförderungsgesetze und jetzt der Entwurf eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes. Kern dieses Entwurfs ist die Novellierung, die Modernisierung des Börsengesetzes. Das alte Börsenrecht soll dereguliert werden, es soll der Entwicklung der modernen Kommunikations- und Informationstechnologien angepasst werden, und, ein ganz wichtiger Punkt, das Recht der Kursmanipulation soll neu formuliert werden. Dieser Entwurf soll nach den gegenwärtigen Plänen Mitte nächsten Jahres in Kraft gesetzt werden.

Damit komme ich zum letzten Punkt und zum Schwerpunkt meiner Darstellung, der Arbeit der von mir geleiteten Regierungskommission Corporate Governance (4).

Was ist die Aufgabe dieser Kommission? Die Überprüfung des deutschen Corporate Governance-Systems aufgrund folgender Entwicklungen: Erstens, der Internationalisierung des Anteilsbesitzes. Wir haben beim Übernahmeangebot von Vodafone auf Mannesmann, eine unserer großen Publikumsgesellschaften, festgestellt, dass die Mehrheit der Aktien in ausländischer Hand war. Das wird sicherlich nicht nur für Mannesmann gelten. Also: Der Anteilsbesitz internationalisiert sich, große, vor allem angelsächsische, institutionelle Investoren kaufen große Pakete in unseren Publikumsgesellschaften. Wie geht das Recht damit um, wie werden die ausländischen Anteilhaber behandelt, informiert, eingeladen, usw.? Das ist die eine Frage. Der zweite Entwicklungsstrang, den wir in den Blick nehmen müssen, ist das Engagement breiterer Bevölkerungskreise auf dem Kapitalmarkt. Das Stichwort lautet: kapitalmarktgestützte Altersvorsorge. Auch damit ist wieder die Institutionalisierung des Aktienbesitzes verbunden. Es wird sehr viel privates Geld in Investmentfonds angelegt, und wir werden auch demnächst in Deutschland Pensionsfonds haben. Eine dritte Entwicklung, die zur Anpassung unserer Regulierung zwingt, ist der Fortschritt der modernen Informations- und Kommunikationstechnologie. Und schließlich war Grund für den Auftrag der Regierungskommission die Frage, ob unser geltendes Aktienrecht die Förderung eines aktiven Wagniskapitalmarktes zulässt oder, umgekehrt, gar behindert.

Was schlagen wir vor? Wir haben insgesamt nahezu einhundertfünfzig Detailempfehlungen entwickelt, die ich hier natürlich nicht alle vorstellen kann. Ich greife ein paar Punkte heraus, von denen ich glaube, dass sie hier interessieren. Bevor ich dazu komme, will ich aber kurz ein paar Worte darüber verlieren, womit wir uns *nicht* beschäftigen. Wir beschäftigen uns nicht, obwohl man das annehmen könnte, mit der unternehmerischen Mitbestimmung im deutschen Modell. Das ist natürlich fragwürdig; in der Schule hätte unter der Arbeit vielleicht sogar gestanden : Thema zum Teil verfehlt. Der Grund dafür ist ein doppelter: Erstens hätten wir in der Kommission fraglos große Probleme gehabt, zu einem Konsens zu kommen. Damit hängt ein zweiter Punkt eng zusammen, nämlich der Zeitaspekt. Die Vorgabe war, Mitte diesen Jahres Vorschläge vorzulegen,

(3) Bundesministerium der Finanzen, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 03. 09. 2001 (Diskussionsentwurf).

(4) Dazu: Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance : Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts. Köln, Verlag Dr. Otto Schmidt, 2001. Der Bericht wird auch als Bundestags-Drucksache erscheinen und kann ferner unter www.otto-schmidt.de/corporate_governance.htm ausgedruckt werden. Eine englischsprachige Übersetzung der Empfehlungen der Regierungskommission ist unter www.shearman.com/documents/government_panel.pdf erhältlich.

und im Hinblick darauf haben wir Folgendes erwogen: Erstens sind wir gerade dabei, in Deutschland wie überall in Europa, Erfahrungen zu sammeln und Erwartungen zu formulieren hinsichtlich der Ausgestaltung der Europa-AG und der Mitbestimmung dort. Das ist eine Diskussion, die jetzt gerade erst eingesetzt hat. Wie könnten hier denkbare Modelle aussehen? Deshalb haben wir gesagt, daß es verfrüht wäre, das Thema Mitbestimmung auf ganzer Breite aufzurollen, wo wir dieses Experimentierfeld Europa-AG doch gerade erst betreten. Zweitens, eine sehr interessante Entwicklung, die wir uns ganz genau anschauen müssen, sind die Pläne des Sozialökonomischen Rats der Niederlande, der gerade eine Änderung des holländischen Mitbestimmungsmodells angeregt hat (5). Das ist nicht nur theoretisch ein interessantes Modell für unsere Diskussion, sondern könnte auch praktisch erhebliche Rückwirkungen auf Deutschland haben. Lassen Sie mich einmal folgendes Szenario skizzieren: Wenn die Sitztheorie, der auch Deutschland folgt, künftig fällt, wenn es also eine Verschmelzung über die Grenze, die ja bisher nicht möglich ist, geben wird, oder eine Sitzverlegung über die Grenze möglich wird, dann könnte man sich vorstellen, daß deutsche Holdings internationaler Konzerne zum Beispiel nach Amsterdam umziehen in eine Umgebung, die für solche internationalen Holdings mitbestimmungsfrei und zudem auch steuerlich günstig ist und zugleich doch sehr nah an Deutschland liegt. Das ist ein Szenario, das man sehr realistisch sehen muss, und im Hinblick darauf wird man die Mitbestimmung vor allem für mitbestimmte deutsche Holdinggesellschaften international tätiger Konzerne anpacken müssen. Das ist aber auch wiederum ein so schwieriger Prozess, dass die Regierungskommission, einvernehmlich übrigens und in Abstimmung mit dem Kanzleramt, gesagt hat, daß die Mitbestimmung derzeit ausgeklammert werden sollte. Das bedeutet zugleich, daß die Mitbestimmung am Aufsichtsrat anknüpft, also die Doppelspitze mit Vorstand und Aufsichtsrat voraussetzt, dass wir an diesem System nichts ändern werden. Wir werden auch nicht vorschlagen, daß nach französischem Vorbild zumindest eine Option in Richtung eines One-Board-Modells vorgesehen werden sollte. Eine solche Option würde einen erheblichen Regulierungsaufwand erfordern. Vielleicht wird man sich im Zusammenhang mit der Europa-AG doch überlegen müssen, wie das aussehen könnte. Aber wir haben jetzt davon abgesehen, das Two-Tier-System entweder ganz abzuschaffen – das hat eigentlich auch niemand vorgeschlagen – oder auch nur eine Option für ein Verwaltungsratsmodell zu eröffnen.

Jetzt zu den Empfehlungen der Kommission. Erstens: Deutschland sollte einen Code of Best Practice für börsennotierte Unternehmen bekommen. Bisher haben wir als Regulierungsinstrument das im Wesentlichen zwingende Aktienrecht. Zwingendes Recht hat die Natur eines Prokustesbettes. Zwingendes Aktienrecht, das inhaltlich verbindlich ist, schlägt Unternehmen ungleicher Struktur, ungleicher Branchen, ungleicher Größe über denselben Leisten. Wir haben uns deshalb nach Alternativen und Ergänzungen umgesehen, und vor allem den englischen Combined Code in den Blick genommen. Dort haben Sie einen Kodex, der von einem Fachleutegremium entwickelt worden ist. Dieser Kodex enthält Eckpunkte, Regeln, die von einer börsennotierten Gesellschaft im Prinzip beachtet werden müssen, es sei denn, dass die börsennotierte Gesellschaft sagt, diese oder jene Regel passt nicht auf unsere Verhältnisse, und dies dem Kapitalmarkt mit Gründen darstellt. Das Prinzip lautet also: *comply or explain*. Erzwungen wird dies in England dadurch, dass einer Gesellschaft, die sich nicht hieran hält, ein Delisting droht. Diese Sanktion scheidet in Deutschland aus Gründen, die ich hier nicht erläutern kann, zwar aus. In Deutschland könnte aber die Pflicht zu “*comply or explain*” ins Aktiengesetz aufgenommen werden. Vorstand und Aufsichtsrat hätten dann jährlich einmal zu erklären, daß

(5) Sociaal-Economische Raad, “Het functioneren en de toekomst van de Structuurregeling”, Den Haag 2001.

sie sich an die Empfehlungen des im Bundesanzeiger veröffentlichten Kodex halten, bzw., sofern sie sich an einzelne Empfehlungen nicht halten, die Gründe hierfür mitzuteilen. Der Abschlussprüfer hätte dann festzustellen, ob diese Compliance-Erklärung abgegeben wurde, bzw. ob Gründe angegeben worden, weshalb Alternativen praktiziert werden. Wir glauben, dass damit in den hierfür geeigneten Bereichen ein flexiblerer Regulierungsansatz als bisher gewählt würde. Unsere Hoffnung ist ferner, dass dann unser zwingendes Aktienrecht in den vom Kodex abgedeckten Fragen dereguliert werden könnte. Abweichungen vom Kodex würden durch den Kapitalmarkt bewertet. Werden Empfehlungen flächendeckend ohne überzeugende Begründung nicht beachtet, kann notfalls auch der Gesetzgeber eingreifen und Abhilfe schaffen.

Der zweite Bereich, dem wir uns zugewandt haben, sind Vorstand und Aufsichtsrat. In der Grundstruktur, ich sagte es schon, bleibt die deutsche Unternehmensverfassung und damit auch die Doppelspitze unberührt. Aber der Kommissionsvorschlag enthält eine Reihe von Einzelschlägen für eine bessere Corporate Governance. So wird die Information des Aufsichtsrats durch den Vorstand verbessert. Die Mitbestimmung bringt es leider mit sich, dass der Aufsichtsrat sehr stark in der zweiten Linie steht. Infolgedessen leidet die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrates. Wir wollen die Instrumente verbessern, die der Aufsichtsrat hat, wir wollen den Aufsichtsrat aber auch stärker in die Haftung nehmen, also auch von daher Anreize geben.

Damit bin ich bereits beim nächsten Punkt: Die Haftung von Aufsichtsrat und Vorstand soll künftig durch Aktionärsklagen in passenden Fällen auch effektiv durchgesetzt werden können. Das ist bisher nicht der Fall. Insoweit verspreche ich mir im Ergebnis weniger von einer Schadenskompensation durch Haftung ex post als von den dadurch vermittelten Anreizen ex ante.

Ein weiterer wichtiger Punkt, der die Leitungsorgane betrifft: Die Transparenz der Vergütung der Vorstände muss verbessert werden, insbesondere was Aktienoptionsprogramme betrifft.

Ich komme damit zum dritten Komplex nach Verhaltenskodex und Leitungsorganen: zur Hauptversammlung. Bei der Vorbereitung und Abwicklung einer Hauptversammlung sollen stärker als bisher moderne Technologien eingesetzt werden. Wir werden nach unseren Vorschlägen eine unmittelbare Online-Teilnahme übers Internet an der Hauptversammlung bekommen. Bereits jetzt sieht das Namensaktiengesetz eine Online-Teilnahme vor, aber nur mit einem Vertreter-Modell. Dies soll für eine unmittelbare Teilnahme geöffnet werden. Es wird sogar eine reine Cyberspace-Versammlung bei kleinen Gesellschaften geben können. Ferner wollen wir entbehrliche Frage- und Antwort-Spiele, die bislang in deutschen Hauptversammlungen börsennotierter Gesellschaften zu beobachten sind, eindämmen. Es sollen Redezeiten begrenzt werden können, es soll die Anzahl der Fragen begrenzt werden können durch die Geschäftsordnung, pro Aktionär und Tagesordnungspunkt, und bei größeren Fragenkatalogen müssen diese auch unter Umständen vorher eingereicht werden. Es wird auch insoweit verstärkten Einsatz von modernen Technologien im Vorfeld geben.

Damit bin ich beim Thema Aktionärsrechte und Anlegerschutz. Wir haben gestern bereits darüber gesprochen, dass die Verfahren zur Überprüfung von Abfindungen, die sogenannten Spruchverfahren, verbessert werden müssen; vor allem müssen sie deutlich verkürzt werden. Hierfür unterbreiten wir eine Reihe von Einzelschlägen. Dann ein weiterer Punkt, in dem ich mich, wie ich befürchte, sehr im Gegensatz zu meinem Kollegen Wenger befinde: Die Entscheidungsblockaden durch unbegründete oder mißbräuchliche Anfechtungsklagen müssen beseitigt werden. Bisher gilt das Prinzip, dass Satzungsänderungen und sonstige Strukturänderungen, um wirksam werden zu können, der Eintragung in das Handelsregister bedürfen. Wenn ein Aktionär mit auch nur einer

Aktie eine Anfechtungsklage gegen einen Beschluss, nehmen Sie an, einen Kapitalerhöhungsbeschluss, erhebt, kann er zum Registerrichter, der das Handelsregister führt, gehen und sagen, ich werde wahrscheinlich Anfechtungsklage erheben oder ich habe Anfechtungsklage erhoben, bitte trage nicht ein. Dann ist es sehr häufig so, dass die Eintragung vorerst ausgesetzt wird. Dies bedeutet, daß ein Aktionär mit einer Aktie im Nominalbetrag von einem Euro – den wir übrigens künftig heruntersetzen werden, wir wollen einen Aktiensplit zulassen bis auf einen Cent – Beschlüsse von größter Tragweite für ein Großunternehmen blockieren kann, und zwar auch durch eine im Ergebnis unbegründete oder unzulässige oder zu rechtsmißbräuchlichen Zwecken erhobene Klage. Das ist nicht hinnehmbar. Ökonomisch handelt es sich um eine Hold-up-Situation, die zu Ineffizienzen führt. Unser Vorschlag lautet – insoweit schließen wir uns dem Deutschen Juristentag an – dass das Prozessgericht, das über die Anfechtungsklage zu entscheiden hat, durch einen einstweiligen Beschluss oder einen Beschluss in einem summarischen Verfahren die Eintragung anordnen kann.

Ein weiterer Abschnitt unserer Empfehlungen betrifft den Anlegerschutz. Wir haben am Neuen Markt verschiedene Dinge beobachtet, die uns nicht gefallen haben. Hier Abhilfe zu schaffen ist zwar im Wesentlichen Aufgabe der Selbstregulierung der Börsen und zum Teil Gegenstand des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes. Wir haben uns deshalb in diesem Zusammenhang nur mit der Frage der Haftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern für vorsätzliche und grob fahrlässig falsche Kapitalmarktinformation befaßt. Das kann im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität vorkommen; es kann sich um falsche Darstellungen bei Analystentreffen, in der Hauptversammlung, in Aktionärsbriefen oder wo auch immer handeln. Bisher gibt es zwar theoretisch Schadenersatz für vorsätzliches Verhalten in solchen Fällen, praktisch setzt das aber den Nachweis einer Straftat voraus, und das sollte abgekoppelt werden. Wir schlagen deshalb einen eigenständigen Haftungstatbestand vor, der auch grob fahrlässig falsche Kapitalmarktinformation umfassen sollte, bei grober Fahrlässigkeit allerdings mit einer Deckelung, damit die Haftung versicherbar bleibt. Zweitens befürworten wir in diesem Zusammenhang ein System, daß solche Ansprüche auch kollektiv geltend gemacht werden können. Ein Kleinanleger, der einen Schaden von eintausend oder dreitausend Mark hat, wird diesen Anspruch normalerweise nicht verfolgen. Er wird die Prozesskostenvorschusspflicht in Betracht ziehen, sein Prozessverlustisiko und seinen Zeitaufwand, der ihm auch dann nicht ersetzt wird, wenn er obsiegt – das alles führt dazu, dass diese Klagen häufig nicht erhoben werden. Aber auch massenhaft erhobene Klagen Einzelner sind nicht wünschenswert. Deswegen schlagen wir vor, daß diese Ansprüche in Zukunft kollektiv geltend gemacht werden können. Allerdings werden wir keine *class action* amerikanischen Stils mit Erfolgshonoraren für Anwälte bekommen.

Das nächste Thema, dessen wir uns angenommen haben, ist der Bereich Corporate Finance. Hier regen wir zahlreiche Deregulierungen an, vor allem im Hinblick auf die Bedürfnisse von Unternehmen, die mit Wagniskapital finanziert sind, um für sie die Form der Aktiengesellschaft attraktiver als bisher zu machen. Außerdem schlagen wir mehrere neue Finanzierungsinstrumente vor, die das deutsche Recht bisher nicht kennt: Zwischendividenden, Sachdividenden, Redeemable Shares, Contingent Shares und Tracking Stock, alles Instrumente aus dem angelsächsischen Bereich.

Das nächste Thema, dem wir uns zugewandt haben, betrifft Informationstechnologie und Aktienrecht. Die Kommission hat sich das Aktiengesetz und das Handelsgesetzbuch, jedenfalls im Bereich Handelsregister- und Rechnungslegungsrecht, darauf angeschaut, wo der Einsatz moderner Technologien weiter gefördert werden könnte. Aus der Fülle der Vorschläge hierzu möchte ich nur einen herausgreifen: Deutschland sollte ein einheitliches Internetportal, das Deutsche Unternehmensregister, bekommen. Von diesem Portal aus sollte es elektronische Verknüpfungen, also *links*, geben, mit den

Dateien aller Handelsregister, mit dem Bundesanzeiger, in dem die Jahresabschlüsse und die Einladungen zu den Hauptversammlungen publiziert werden, und mit der Datenbank des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel in Frankfurt, das eine Datenbank über die Ad-Hoc-Publizität und den Beteiligungsbesitz an Unternehmen, also die größeren Stimmrechtsanteile an unseren größeren börsennotierten Unternehmen, vorhält.

Das letzte Thema, mit dem wir uns beschäftigt haben, ist der Bereich der Abschlussprüfung. Auch hier unterbreiten wir eine Reihe von Vorschlägen. Lassen Sie mich nur zwei herausgreifen. Erstens, die Verbesserung unseres Enforcement-Systems. Deutschland sollte nach englischem Vorbild ein privatwirtschaftlich organisiertes *Financial Reporting and Review Panel* erhalten, also eine Stelle, die Jahresabschlüsse auf Beschwerde von Anlegern oder Gläubigern hin überprüfen und die Verletzungen von Rechnungslegungsstandards oder gar von gesetzlichen Rechnungslegungsvorschriften beanstanden kann. Bisher haben wir in Deutschland in diesem Bereich nur eine Anfechtungsklage, die sehr weitreichende Wirkungen hat und überdies bei Verstößen gegen Standards nicht eingreift. Wir schließen uns dem englischen Modell an. Es ist ein freiwilliges, dereguliertes, privatwirtschaftlich organisiertes Modell. Läßt sich der Vorstand auf das Gespräch nicht ein, dann sollte das Panel gegen den Abschluss notfalls klagen können, und das Urteil wäre zu veröffentlichen.

Besonders wichtig erscheint uns ferner die finanzielle und persönliche Unabhängigkeit des Abschlussprüfers. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, insbesondere die Big Five, aber auch kleinere Gesellschaften, bieten heute eine ganze Palette sonstiger Beratungsleistungen neben den Abschlussprüfungen an: Sacheinlageprüfungen, Verschmelzungsprüfungen, Body-Lease, die Entwicklung von Risikomanagementsystemen und dergleichen mehr. Daraus können Interessenkonflikte entstehen, insbesondere wenn die Vergütung für diese besonderen Beratungsdienstleistungen ein Vielfaches der Abschlußprüfergebühr ausmacht. Der Beratungsauftrag wird vom Vorstand erteilt. Aber das ist ja aber genau der, den und dessen Rechnungslegung der Abschlussprüfer im Auftrag des Aufsichtsrats überprüfen soll. Die Interessenkonflikte liegen auf der Hand. Wir haben uns eingehend das US-amerikanische Modell – eine überaus komplizierte, bürokratische Regelung –, die Vorschläge der EU-Kommission und des IFAC angeschaut und plädieren, ohne dass wir dabei ins Detail gegangen wären, für ein Transparenz- und Offenlegungsmodell. Wir glauben, dass der Aufsichtsrat die richtige Stelle ist, sei es das Audit-Komitee oder das Aufsichtsratsplenum selbst, sich mit der Unabhängigkeit des Prüfers zu beschäftigen. Der Abschlussprüfer muss die Art der sonstigen Beratungsdienstleistungen und die Höhe der Vergütungen aus diesen sonstigen Beratungsdienstleistungen, die er im Vorjahr von der Gesellschaft bezogen hat, gegenüber dem Aufsichtsrat offenlegen. Er muss die Annahme weiterer Aufträge, die vom Vorstand unter dem Jahr erteilt werden, sofort dem Aufsichtsratsvorsitzenden mitteilen, und der Aufsichtsrat muss der Hauptversammlung gegenüber, ohne dass die Höhe der Vergütungen im Einzelnen offengelegt werden müsste, eine Erklärung abgeben, dass er sich mit der Unabhängigkeit des Prüfers beschäftigt hat und keinen Anlass für Bedenken sieht.

Lassen Sie mich zum Schluss noch etwas zur politischen Umsetzung der Vorschläge sagen. Der Verhaltenskodex, also der Corporate-Governance-Kodex, soll bis zu Beginn des nächsten Jahres entwickelt und in Kraft gesetzt werden. Die Kommission hierfür ist bereits ernannt. Einige vordringliche Punkte sollen noch in dieser Legislaturperiode durch ein "Transparenz- und Publizitätsgesetz" geregelt werden; insbesondere wird dazu die Verankerung des Kodex durch das "Comply or explain"-Prinzip gehören. In der nächsten Legislaturperiode wird es dann wahrscheinlich eine größere Reform des Aktiengesetzes und ausgewählter Bereiche des Handelsgesetzbuches geben.

QUADERNI PUBBLICATI

- n. 1 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, ottobre 1985 (esaurito).
- n. 2 – FRANCESCO CARBONETTI, *Moneta*, dicembre 1985.
- n. 3 – PIETRO DE VECCHIS, *L'istituto di emissione*, febbraio 1986 (esaurito).
- n. 4 – GIUSEPPE CARRIERO, *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, aprile 1986.
- n. 5 – GIORGIO OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, aprile 1986.
- n. 6 – LUIGI DESIDERIO, *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, maggio 1986 (esaurito).
- n. 7 – GIORGIO SANGIORGIO - FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, giugno 1986.
- n. 8 – VINCENZO MEZZACAPO, *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella CEE*, giugno 1986 (esaurito).
- n. 9 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, luglio 1986.
- n. 10 – FRANCESCO CARBONETTI, *I cinquant'anni della legge bancaria*, settembre 1986.
- n. 11 – *La legge bancaria*, ottobre 1986.
- n. 12 – CARMINE LAMANDA, *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, dicembre 1986 (esaurito).
- n. 13 – GIOVANNI IMPERATRICE, *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, marzo 1987.
- n. 14 – GIORGIO SANGIORGIO, *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, maggio 1987.
- n. 15 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, (a cura di) *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, luglio 1987.
- n. 16 – CARLO TAGLIENTI, *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, settembre 1987.
- n. 17 – PIETRO DE VECCHIS, *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, gennaio 1988.
- n. 18 – VINCENZO MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, agosto 1988.
- n. 19 – FRANCESCO CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, ottobre 1988.
- n. 20 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le polizze di credito commerciale*, dicembre 1988.
- n. 21 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La responsabilità penale del banchiere: evoluzione giurisprudenziale e prospettive di riforma*, dicembre 1989 (esaurito).

- n. 22 – MARCELLO CONDEMI, *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'Appello di Roma*, aprile 1991.
- n. 23 – MARCO MANCINI - MARINO PERASSI, *I trasferimenti elettronici di fondi*, maggio 1991.
- n. 24 – ENRICO GALANTI, *La crisi degli enti creditizi nella giurisprudenza: la liquidazione coatta amministrativa*, giugno 1991.
- n. 25 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, giugno 1991.
- n. 26 – AA.VV., *La ristrutturazione della banca pubblica e la disciplina del gruppo creditizio*, gennaio 1992.
- n. 27 – GIORGIO SANGIORGIO, *Le Autorità creditizie e i loro poteri*, marzo 1992.
- n. 28 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Il recepimento della seconda direttiva Cee in materia bancaria. Prime riflessioni*, febbraio 1993.
- n. 29 – *Il Sistema dei pagamenti. Atti del Convegno giuridico* (Perugia S.A.Di.Ba., 23-24 ottobre 1992), settembre 1993.
- n. 30 – OLINA CAPOLINO, *L'amministrazione straordinaria delle banche nella giurisprudenza*, ottobre 1993.
- n. 31 – P. FERRO-LUZZI - P. G. MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, dicembre 1993.
- n. 32 – *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, marzo 1994.
- n. 33 – *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. The 1993 Banking Law*, marzo 1994.
- n. 34 – GIUSEPPE CARRIERO, *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, novembre 1994.
- n. 35 – LUCIO CERENZA, *Profilo giuridico del sistema dei pagamenti in Italia*, febbraio 1995.
- n. 36 – GIOVANNI CASTALDI, *Il riassetto della disciplina bancaria: principali aspetti innovativi*, marzo 1995.
- n. 37 – VINCENZO PONTOLILLO, *L'evoluzione della disciplina dell'attività di emissione di valori mobiliari*, giugno 1995.
- n. 38 – O. CAPOLINO - G. CARRIERO - P. DE VECCHIS - M. PERASSI, *Contributi allo studio del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, dicembre 1995.
- n. 39 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Cooperazione di credito e Testo Unico bancario*, dicembre 1995.
- n. 40 – MARINO PERASSI, *L'attività delle banche in "securities" e la disciplina dei contratti-derivati in Giappone*, aprile 1996.
- n. 41 – ENRICO GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, novembre 1996.
- n. 42 – M. PERASSI - R. D'AMBROSIO - G. CARRIERO - O. CAPOLINO - M. CONDEMI, *Studi in materia bancaria e finanziaria*, novembre 1996.
- n. 43 – *Convegno Per un diritto della concorrenza* (Perugia, giugno 1996), dicembre 1996.

- n. 44 – *Crisi d'impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche*, marzo 1997.
- n. 45 – DONATELLA LA LICATA, *La cessione di rapporti giuridici -individuabili in blocco" nell'art. 58 del T.U. bancario*, aprile 1997.
- n. 46 – PAOLO CIOCCA - ANTONELLA MAGLIOCCO - MATILDE CARLA PANZERI, *Il trattamento fiscale dei rischi sui crediti*, aprile 1997.
- n. 47 – P. DE VECCHIS - G.L. CARRIERO - O. CAPOLINO, M. MANCINI, R. D'AMBROSIO, *Studi immateria bancaria e finanziaria 1996*, settembre 1997.
- n. 48 – GIUSEPPE CARRIERO, *Il credito al consumo*, ottobre 1998.
- n. 49 – *Fondamento, implicazioni e limiti dell'intervento regolamentare nei rapporti tra intermediari finanziari e clientela*, marzo 1999.
- n. 50 – A. MAGLIOCCO - D. PITARO - G. RICOTTI - A. SANELLI, *Tassazione del risparmio gestito e integrazione finanziaria europea*, settembre 1999.
- n. 51 – ENRICO GALANTI, *Garanzia non possessoria e controllo della crisi di impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, gennaio 2000.
- n. 52 – *Bankruptcy Legislation in Belgium, Italy and the Netherlands*, (Brussels, 7 July 2000), giugno 2001.
- n. 53 – VINCENZO TROIANO, *Gli Istituti di moneta elettronica*, luglio 2001.
- n. 54 – STEFANO CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, luglio 2001.
- n. 55 – BRUNA SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, giugno 2002.
- n. 56 – AA.VV., *Diritto Societario e Competitività in Italia e in Germania*, luglio 2003.