

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Linee di riforma dell'ordinamento societario nella prospettiva
di un nuovo ruolo degli investitori istituzionali**

di Disiano Preite e Marco Magnani



Numero 244 - Dicembre 1994

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Linee di riforma dell'ordinamento societario nella prospettiva
di un nuovo ruolo degli investitori istituzionali**

di Disiano Preite e Marco Magnani

Numero 244 - Dicembre 1994

La serie "Temi di discussione" intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.

I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.

Il lavoro fa parte del progetto di ricerca sul mercato della proprietà e del controllo delle imprese promosso dalla Banca d'Italia. I risultati della prima fase della ricerca sono stati raccolti nel numero speciale dei "Contributi all'analisi economica" del 1994; quelli della seconda fase sono stati discussi nel corso di un convegno svoltosi a Roma nei giorni 24-25 marzo 1994. I rapporti conclusivi presentati in quella occasione sono pubblicati dalla casa editrice Il Mulino.

COMITATO DI REDAZIONE: *GIORGIO GOMEL, EUGENIO GAIOTTI, CURZIO GIANNINI, LUIGI GUIZO, DANIELE TERLIZZESE, SILIA MIGLIARUCCI (segretaria).*

Il 16 ottobre, poche settimane prima che questo articolo andasse in tipografia, Disiano Preite è morto.

I ricercatori del gruppo di lavoro sui problemi della riallocazione proprietaria di cui Disiano faceva parte, e di cui questo articolo costituisce uno dei risultati, non sapevano nulla della malattia che lo aveva preso. Né sarebbe stato possibile capire: la sua serenità e la sua allegria in questi mesi di lavoro comune lo impedivano. La sua scomparsa consegna ora una testimonianza preziosa di amore per la vita e di dignità della persona.

Alla proposta di lavorare insieme contribuì anche la sua vasta produzione scientifica che parve particolarmente stimolante per approfondire quel terreno di confine fra economia e diritto ancora troppo poco esplorato e su cui Disiano concentrava i suoi interessi. Disiano, da giurista, recentemente professore associato presso la facoltà di Giurisprudenza all'Università di Milano, ha dato un contributo importante al lavoro del progetto, mettendo generosamente a disposizione la sua non comune cultura accademica e professionale con la vivacità intellettuale e l'intelligenza che lo caratterizzavano.

Anche per questo chi ha potuto lavorare con lui gli è grato.

**LINEE DI RIFORMA DELL'ORDINAMENTO SOCIETARIO
NELLA PROSPETTIVA DI UN NUOVO RUOLO
DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI**

di Disiano Preite (*) e Marco Magnani (**)

Sommario

Il lavoro si incentra sui meccanismi giuridici atti a incentivare un processo di efficiente riallocazione della proprietà delle imprese italiane. Si individuano a tal fine, dopo aver sintetizzato i mutamenti da operare nella disciplina degli investitori istituzionali, gli interventi normativi necessari negli organi di governo delle S.p.A. In quest'ambito, si sottolinea innanzitutto la necessità dell'introduzione del voto di lista obbligatorio nell'elezione del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza, a seconda della preferenza accordata per il modello monistico o dualistico; a quest'ultima soluzione, ancorché ritenuta di per sé non indispensabile, va comunque il favore degli autori. Si sottolinea altresì l'opportunità di introdurre più stringenti obblighi di buona fede tra i soci e un'azione di responsabilità verso gli amministratori promuovibile dalle minoranze.

Indice

1. Premessa	p. 5
2. Due capisaldi della riforma: investitori istituzionali e innovazioni nella disciplina dell'ordinamento societario	p. 15
2.1 Gli investitori istituzionali	p. 15
2.2 Innovazioni nella disciplina dell'ordinamento societario	p. 19
2.2.1 L'attuale ordinamento delle S.p.A. e i suoi limiti	p. 19
2.2.2 Insufficienza di precedenti proposte di riforma	p. 26
2.2.3 Linee di una possibile riforma	p. 29
2.2.3.1 Gli organi amministrativi	p. 29
2.2.3.2 La buona fede e la correttezza ..	p. 47
2.2.3.3 L'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori ..	p. 51
3. Conclusioni	p. 56
Appendice (a cura di Pietro Ginefra) (***)	p. 59
Riferimenti bibliografici	p. 67

(*) Università di Milano.

(**) Banca d'Italia, Servizio Studi.

(***) Banca d'Italia, Delegazione di Parigi.

1. Premessa

Questo studio si colloca in un ampio progetto di ricerca promosso dalla Banca d'Italia sui meccanismi giuridici idonei a favorire un processo di costante ed efficiente riallocazione della proprietà delle imprese (1). Esso intende offrire un contributo sotto il profilo delle possibili innovazioni nel diritto societario e in particolare nel funzionamento dell'assemblea dei soci e del consiglio di amministrazione. L'attualità del tema è evidente ove si consideri che accanto alla crisi finanziaria dello Stato e alle inefficienze del sistema delle partecipazioni statali, che accentrano l'attenzione pubblica su ampiezza e modalità delle privatizzazioni, sono sempre più evidenti i limiti di cui soffre la stessa organizzazione del settore finanziario-industriale, sia grande che medio, già in mano privata.

Nel caso italiano, a prescindere dalle soluzioni d'urgenza connesse alla crisi finanziaria del sistema delle PP.SS., vi è ormai ampio consenso nel ritenere che le privatizzazioni possano essere di ampio respiro e divenire una, sia pur parziale, risposta alla crisi finanziaria dello Stato solo nel contesto di un nuovo ordinamento del sistema finanziario: che accresca la fiducia del risparmio diffuso e lo incentivi a divenire indirettamente protagonista (tramite

-
1. Il problema della riallocazione della proprietà delle imprese è al centro di una ricerca interdisciplinare su "Mercato della riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese", promossa dal Servizio Studi della Banca d'Italia e introdotta da uno scritto di Barca (1994b). L'Autore, di cui cfr. anche più ampiamente (1994a), segnala come efficienti meccanismi di riallocazione debbano considerarsi uno dei poli più importanti di una politica industriale. Il presente studio riprende altresì molti dei temi discussi in Preite (1993b) (in cui i profili teorici dei temi trattati sono più ampiamente sviluppati), nonché già anticipati in Preite (1992b). Un ringraziamento è infine dovuto, per le utili discussioni su alcuni aspetti critici dell'attuale ordinamento societario tedesco, a Marcus Lutter (Università di Bonn) e a Ulrich Seibert (Ministero della Giustizia della RFT).

investitori istituzionali e collettivi) delle privatizzazioni stesse (2). Non è minore la concordia nel segnalare che le privatizzazioni possono a loro volta favorire un incremento dell'afflusso di capitali in tutto il mercato mobiliare e quindi a tutte le imprese (private e privatizzate), stimolando anche una loro maggiore efficienza gestionale.

L'orientamento prevalente sembra altresì fondarsi sulla convinzione che strumenti necessari e sufficienti a tali scopi siano la creazione di una diversificata serie di investitori collettivi e istituzionali (3) (insieme o in alternativa a un sistema di banche miste) e la predisposizione di forti incentivi all'afflusso del risparmio delle famiglie verso tali investitori (4).

-
2. Le grandi imprese private non appaiono infatti in grado di assorbire una quota delle PP. SS. tale da contribuire significativamente alla riduzione del deficit statale e neppure a un effettivo riequilibrio tra settore delle imprese pubbliche e settore delle imprese private.
 3. Per investitori collettivi qui si intendono tutti i soggetti che investano per conto di una collettività di altri soggetti, che volontariamente affidano loro i propri fondi, senza che i fondi di ciascuno siano distinti da quelli degli altri: si pensi ai fondi comuni di investimento, aperti e chiusi. Per investitori istituzionali si intendono quegli investitori collettivi cui altri soggetti sono in misura maggiore o minore giuridicamente obbligati ad affidare i propri fondi per l'investimento: si pensi ai fondi pensione, o a fondi per lavoratori relativi all'impiego del TFR. Possono considerarsi investitori istituzionali anche le assicurazioni, ove l'assicurazione sia obbligatoria e la legge imponga loro una certa quota di investimento in valori mobiliari.
 4. La creazione e incentivazione di nuovi investitori istituzionali (la cui necessità per le economie europee era già stata segnalata nel notissimo studio di Lamfalussy (1968)) è stato uno dei temi principali del recente dibattito sulle privatizzazioni. Sul ruolo dei fondi pensione e di altri investitori collettivi cfr. Artoni e Cervigni (1992), Prodi (1992), Bianchi (1992), Rossi (1992), Baratta (1992); sull'esigenza che le privatizzazioni coinvolgano il risparmio diffuso cfr., tra gli altri, Scognamiglio (1991).

Alcuni, ispirandosi ai modelli francesi e tedeschi, individuano l'obiettivo nel rafforzamento del sistema attuale, fondato sul controllo delle imprese (e del loro management) da parte di gruppi a base familiare di soci imprenditori-capitalisti (5). Per affrontare la concorrenza internazionale si dovrebbe sviluppare un sistema di coalizioni di soci (cc.dd. noccioli duri) formate da imprenditori-capitalisti, affiancati però (è questa la novità) da banche miste, a loro volta controllate (secondo le indicazioni del governo all'atto della loro privatizzazione) da nuclei di investitori istituzionali e, limitatamente, di imprenditori. Ne deriverebbe una maggiore capitalizzazione delle imprese e anche una migliore capacità manageriale, grazie alle sinergie che col tempo si svilupperebbero tra management industriale e management bancario (6).

Altri, richiamandosi piuttosto all'esperienza anglosassone, auspicano una presenza diretta degli investitori istituzionali in tutte le imprese, con equilibri meno stabili e più affidati alle dinamiche del mercato.

-
5. Per azionisti imprenditori-capitalisti qui si intendono quei soggetti che investono in una società capitali propri con l'intento di influire sostanzialmente sulla gestione sociale. Si devono distinguere quindi dai soci risparmiatori privi di possibilità di influire sulla gestione, dai soci capitalisti che in una particolare società investono di fatto capitali insufficienti a influire sulla gestione, dai soci imprenditori, che ottengono il controllo della società in forza di capitali altrui, dagli investitori collettivi (fondi comuni, fondi pensione) che investono capitali altrui senza intenzione di gestire direttamente la società.
 6. Così Prodi (1992): la partecipazione delle banche miste alle imprese industriali "dovrebbe essere non solo minoritaria, ma assai limitata e dovrebbe essere identificato esattamente chi esercita il capitale di comando nell'ambito delle imprese"; mentre il capitale delle banche dovrebbe essere diviso assegnando il 20-25 per cento a "grandi investitori", il 10-15 per cento a capitali esteri, il 20 per cento a dipendenti e il 50 per cento al risparmio diffuso, con la formazione di coalizioni di controllo di soci con non più del 2-3 per cento ciascuno.

L'elemento peculiare di questo modello non concerne tuttavia il rapporto tra questi investitori e i gruppi di controllo quali esistono in Italia; di conseguenza non si rinviene la necessità di una disciplina giuridica idonea a evitare la formazione - che ha caratterizzato in modi diversi la Francia e la Germania - di quei noccioli duri scarsamente passibili di ricambio, che pure sono visti con diffidenza (almeno per le grandi imprese), e che tendono a rendere marginale il ruolo dei mercati mobiliari (7).

Entrambi i filoni di riflessione appaiono discutibili, non solo per la possibilità che la versione italiana di tali modelli ne accentui i difetti (per la diversa tradizione amministrativa e bancaria che ci caratterizza) (8), ma anche perché essi appaiono in evoluzione negli stessi paesi di origine. Sul continente europeo il ruolo dei mercati mobiliari internazionali (e in parte nazionali) tende ad accrescersi, mentre negli Stati Uniti si pone il tema della

-
7. Cfr., ad esempio, Artoni e Cervigni (1992), in particolare pp. 182-83, ove l'evoluzione dell'ordinamento statunitense verso un maggior controllo sul management da parte di fondi pensione viene accostata al sistema tedesco, trascurando il diverso ruolo (solo negli Stati Uniti marginale) degli azionisti imprenditori-capitalisti e la circostanza che il ruolo di questi ultimi in Italia è ancor maggiore che in Germania. Il recente trend USA e inglese, in particolare le ben più decise elaborazioni teoriche che lo accompagnano (che si concentrano sulla riforma del diritto societario), e alcuni aspetti dell'esperienza tedesca sono alla base delle proposte che si avvanzeranno nelle pagine che seguono.
8. Il sistema francese presuppone una capacità dirigistica dello Stato e una competenza e vocazione tecnocratica della sua pubblica amministrazione che sola (forse!) può legittimare un ruolo dominante dello Stato nel selezionare i gruppi di controllo delle grandi imprese. Il sistema tedesco presuppone una esperienza manageriale della banca mista che non è propria del nostro sistema bancario, salvo l'eccezione di Mediobanca, che per il suo ruolo monopolistico accentua tuttavia uno dei problemi al centro di questo scritto, costituito dalle relazioni collusive tra gruppi di controllo imprenditoriali e tra finanza e gruppi di controllo. Cfr. lo stesso Prodi (1992), nonché Barca e Ferri (1994).

riconsiderazione di incentivi e poteri degli investitori istituzionali: l'Italia rischia così, a evoluzione conclusa, di trovarsi "una trasformazione indietro" rispetto ai sistemi concorrenti.

Questo lavoro intende delineare i tratti di un modello alternativo, fondato su un ruolo incisivo degli investitori istituzionali e su una riforma dell'ordinamento societario, che si proponga un rafforzamento nell'immediato - e quindi nel permanere dell'influenza dei gruppi di controllo tradizionali - della capitalizzazione e dell'efficienza gestionale delle imprese. In prospettiva esso mira, facendo tesoro delle più recenti riflessioni teoriche, a creare gli incentivi per un graduale passaggio a un sistema finanziario-industriale più efficiente (sia per le medie imprese che per quelle quotate o quotabili) diverso tanto dal vigente modello anglosassone quanto da quelli dell'Europa continentale (9).

La premessa da cui muoviamo è l'inadeguatezza - dal punto di vista dell'efficienza generale - degli obiettivi che spesso guidano il comportamento dei soci di controllo imprenditori-capitalisti (il cui potere assoluto continua a essere legittimato dalla disciplina vigente), in particolare quando per ragioni generazionali e culturali essi non possiedono più quelle qualità creative spesso definite "schumpeteriane". La frequente coincidenza di tali soci con gli amministratori esecutivi della società rende inoltre impossibile che questi

-
9. Ci si occuperà essenzialmente delle riforme di diritto societario e - brevemente - della disciplina degli investitori istituzionali, idonee a favorire sia l'emergere dei soggetti più idonei nel ruolo di controllori delle S.p.A. sia il loro efficiente operare. L'analisi degli strumenti per favorire il passaggio del controllo sarà invece limitata a riferimenti alla struttura degli organi societari, tralasciando i temi della disciplina del mercato mobiliare, delle procedure in caso di crisi dell'impresa, del diritto successorio e delle attività di consulenza, corporate finance e venture capital degli intermediari finanziari: un inquadramento complessivo delle prospettive di ricerca su questi ultimi temi è fornito da Barca (1994a, 1994b).

perseguano - ove necessario - obiettivi migliori (10).

10. Rinviamo a Preite (1993b), parr. 6 e 7, per uno svolgimento più ampio di tale critica, qui ci si può limitare ad alcune sintetiche considerazioni.

Innanzitutto, il controllo da parte di coalizioni mutevoli di azionisti-imprenditori-capitalisti (o di questi con i risparmiatori) presenta il rischio che i soci voteranno sempre la deliberazione che massimizzi non il valore della somma delle azioni, ma la somma del valore delle proprie azioni e di tutti i loro altri beni extrasociali, dando eventualmente luogo a fenomeni ciclici nelle votazioni, con una radicale instabilità e accidentalità delle decisioni.

In secondo luogo, neppure rispetto al controllo delle grandi imprese da parte di un singolo socio imprenditore o di una coalizione stabile di soci (secondo gli intrecci di sindacati azionari tipici della realtà italiana), la regola maggioritaria è priva di inconvenienti. La proporzione tra potere e investimento di capitale nella società non determina la capacità di gestione né esclude l'interesse ad appropriazioni indebite della ricchezza societaria. Tutt'al più a essa può, molto imprecisamente, corrispondere una minore propensione al rischio, che in realtà dipende dal rapporto tra valore assoluto dell'investimento societario compiuto da un soggetto, da un lato, e la sua ricchezza totale e i suoi bisogni, dall'altro.

Infine, se la regola maggioritaria costituisce un incentivo a investire per chi disponga di capitali personali tali da poter ottenere il controllo di una società, questo non è necessariamente maggiore della possibilità di diversificare i propri investimenti tramite investitori istituzionali; in ogni caso, la regola maggioritaria è un disincentivo all'investimento da parte del risparmio diffuso destinato a rimanere in posizione di minoranza.

Più in generale, la teoria finanziaria avverte che i gruppi familiari di controllo - che dispongono comunque di un reddito e di un patrimonio altissimi - hanno generalmente l'interesse a conservare il controllo (e il connesso prestigio sociale) anche a scapito di una politica societaria che, pur aumentando i profitti, rischi di condurre alla perdita del controllo medesimo: le ragioni dei proprietari possono così confliggere con le ragioni dell'impresa.

Ne discendono rischi di distorsione negli investimenti societari e di inefficienza nella gestione. La selezione degli amministratori con delega non è sempre esclusivamente meritocratica e vi è una strutturale avversione per operazioni di concentrazione industriale che possano porre in discussione il controllo medesimo, anche qualora esse fossero efficienti. Il gruppo di controllo, non

Ne consegue che, tranne che per le imprese (solitamente medie) in cui il socio di controllo sia un imprenditore (spesso di prima o seconda generazione) con forti caratteristiche innovative, è preferibile - almeno come realistica soluzione di second best - una separazione tra proprietà e controllo (11), con amministratori professionali

potendo diversificare i propri investimenti sul mercato mobiliare, pena la perdita del controllo medesimo, tende a essere più avverso al rischio di quanto lo sia un investitore con un portafoglio diversificato; da qui la propensione a diversificare eccessivamente gli investimenti del gruppo imprenditoriale controllato, con conseguenti difficoltà di coordinamento della organizzazione imprenditoriale e la propensione a privilegiare gli investimenti più agevolmente liquidabili. Un investitore che non ha vincoli alla diversificazione del proprio investimento può invece investire in un portafoglio di valori mobiliari privati che rispecchi il rischio di mercato e poi variare il rischio del proprio investimento aumentando o diminuendo la propria quota di investimento in titoli di Stato di economie sane (che possono considerarsi a rischio zero).

Da ultimo, la riluttanza a cedere il controllo può aumentare il rischio di sottocapitalizzazione quando, a seguito del crescere dei mercati nazionali e internazionali, il gruppo di controllo non dispone più di capitali propri sufficienti a detenere direttamente il pacchetto di controllo di ciascuna delle imprese produttive che esso domina. In tali casi il suo dominio tende a essere garantito solo tramite l'adozione della struttura c.d. a cascata (con conseguente difficoltà a ricapitalizzare adeguatamente, senza perderne il controllo, le imprese industriali alla base del gruppo) oppure tramite intrecci azionari e sindacati di voto, che legano le varie famiglie.

11. Tale separazione non è evidentemente una soluzione ottimale, poiché crea, in presenza delle inevitabili asimmetrie informative e tendenze opportunistiche che caratterizzano proprietari del capitale e detentori del controllo sulla gestione, seri problemi di sorveglianza da parte dei primi sui secondi. Le ragioni che la rendono una soluzione generalmente di second best sono ampiamente discusse, nella prospettiva propria delle pagine che seguono, in Preite (1993b), pp. 511 ss. Qui si consenta di ricordare: a) che le esigenze di disponibilità di capitali di rischio proprie delle grandi imprese impediscono di fatto che un'adeguata e tempestiva crescita di tali imprese si accompagni al permanere di una identità tra proprietari della maggioranza del capitale e detentori del controllo sulla gestione; b) che il principio di identità tra proprietà e controllo

che siano da un lato indipendenti da soci imprenditori-capitalisti e dall'altro sorvegliati da coalizioni variabili, con poteri di sostituzione degli amministratori, di altri soggetti (banche, risparmio diffuso), tra i quali un ruolo fondamentale sia svolto dagli investitori istituzionali (12).

In questo contesto, in cui le coalizioni variabili divengono a tutti gli effetti minoranze azionarie qualificate, gli obiettivi di efficienza generale tendono a sovrapporsi a quelli dei soci di minoranza nell'esplicazione di una efficace azione di sorveglianza sui manager. A differenza del caso statunitense, quest'ultima non verrebbe dunque indirettamente esercitata solo dai take-overs ostili; rispetto all'esperienza tedesca, mancherebbero invece nell'assetto sinteticamente descritto le coalizioni stabili cementate dal ruolo delle banche.

In ogni caso, anche per le imprese in cui continui a dominare un socio imprenditore capitalista, il diritto dovrebbe creare strutture di governo societario atte a favorire un'attività di sorveglianza e di stimolo da parte dei suddetti investitori istituzionali e del sistema bancario nei

favorisce la trasmissione del controllo sulla gestione in capo alle nuove generazioni di proprietari del capitale maggioritario anche a prescindere dalla loro idoneità a gestire efficientemente l'impresa (oppure, di fronte alla constatata inidoneità, la prudentiale cessione dell'azienda a gruppi societari ove l'emergere di gestori efficienti sia favorita).

12. Alla proposta di cui al testo non sembra corretto obiettare che il ruolo degli investitori istituzionali come attivi controllori del management societario è, anche laddove sta avendo maggiore risonanza (Stati Uniti e Regno Unito), tuttora limitato. Basti ricordare che anche in quegli ordinamenti vi sono numerosi ostacoli giuridici al pieno svolgimento di tale ruolo. L'opportunità di una riforma del diritto italiano non sembra quindi poter essere negata richiamando i limiti delle, ancora parziali, esperienze straniere; al contrario essa dovrebbe trovare conforto nell'esistenza di analoghe proposte di riforma in altri ordinamenti.

confronti del socio dominante. Sarebbe così possibile non solo ridurre i rischi di inefficienza nella gestione, ma anche incentivare l'imprenditore ad adeguare la struttura dell'impresa alle esigenze e alla cultura imposte dal suo stesso successo sino eventualmente a giungere anche a una sorta di "eutanasia", a ridurre cioè l'assolutezza del proprio controllo (13).

Tale progetto sembra coerente con gli obiettivi generali desumibili dalla nostra Costituzione economica. La tutela della proprietà e della libertà di iniziativa economica, in quanto non in contrasto con l'utilità sociale, legittimano una disciplina giuridica che stimoli l'impiego efficiente delle risorse produttive da parte dei loro proprietari e ne disincentivi il controllo da parte di soggetti inefficienti (14). La tutela del risparmio popolare legittima il favor per lo sviluppo di investitori collettivi e istituzionali; la tutela della dignità del lavoro induce a operare - anche a prescindere da un mero calcolo di efficienza - affinché il potere di chi opera nell'impresa sia sempre più legittimato dalla qualità del proprio lavoro e non dal mero diritto di proprietà, pur nella consapevolezza che l'investimento imprenditoriale può essere stimolato solo assicurando all'imprenditore un'influenza nella gestione del proprio investimento.

13. Sulla necessità di elaborare strumenti idonei a tale attività di stimolo (si pensi alla consulenza finanziaria e aziendale, al venture capital e al merchant banking), cfr. Barca e Ferri (1994), Barca (1994a, 1994b).

14. L'affermazione sembra incontrovertibile e tale da non richiedere prese di posizione sul ben più complesso problema di che cosa, in generale, debba intendersi per funzione sociale della proprietà. È bene precisare, peraltro, che quella prospettata nel testo non era la lettura della Costituzione propria delle forze d'ispirazione cattolica e marxista che più ampiamente hanno contribuito a redigerla.

L'area interessata dal disegno di riforma qui delineato coincide quindi solo in parte con il mutamento della disciplina degli investitori istituzionali, che si configura piuttosto come condizione necessaria, ma non sufficiente della riforma proposta. A questo tema è dedicato il paragrafo 2.1 del lavoro.

L'altro caposaldo è costituito dalle innovazioni ex lege nell'ordinamento giuridico delle S.p.A., in particolare con riferimento agli organi di governo. L'urgenza e la complessità della riforma non sembrano infatti essere affidabili ai ritmi e alle contraddizioni dell'evoluzione giurisprudenziale o statutaria, ma richiedono a nostro parere un incisivo intervento legislativo, innanzitutto con l'introduzione del voto di lista obbligatorio nell'elezione degli organi di sorveglianza (15).

L'intervento può assumere forme diverse, a seconda della preferenza accordata o meno a una separazione strutturale delle funzioni di gestione da quelle di sorveglianza, soluzione, quest'ultima, a cui va comunque il nostro favore.

15. L'intervento legislativo è inoltre inevitabile per una precisa determinazione dei poteri degli organi di sorveglianza; per l'imposizione di quorum deliberativi elevati per certe decisioni, in modo da consentire a investitori istituzionali con partecipazioni rilevanti, ma ancora minoritarie di influire sulla S.p.A.; per prevedere un'azione di responsabilità contro gli amministratori promuovibile dai singoli soci o dalla Consob per danni alla società.

L'intervento legislativo è opportuno anche per la estensione e la precisazione dell'obbligo di correttezza e buona fede. L'affidamento di quest'ultima all'evoluzione giurisprudenziale appare infatti sconsigliabile sia per la scarsità della giurisprudenza in materia e per la difficoltà di ottenere un orientamento univoco, sia soprattutto perché l'esperienza italiana costringe a constatare, rispetto alle esperienze straniere, un atteggiamento di chiusura (che si estende anche all'interpretazione delle norme sul conflitto di interesse) nella tutela delle minoranze e delle esigenze del mercato, che appare ingiustificato alla luce dell'impostazione di questo scritto.

Alle innovazioni nella disciplina societaria è dedicato il paragrafo 2.2. In particolare, la sezione 2.2.3 affronta le linee di una possibile riforma degli organi amministrativi dell'impresa con struttura e poteri funzionali alla tutela degli interessi di minoranze qualificate; questa tutela è trattata anche sotto il profilo dell'azione di responsabilità contro gli amministratori per danni alla società e della precisazione del contenuto e dell'estensione dell'obbligo di correttezza e buona fede.

Dall'esperienza anglosassone e, per altri versi, da quella tedesca giungono segni di un dibattito che sembra orientarsi, in prospettiva, su una riforma in parte simile a quella qui suggerita. Il suo successo in Italia potrà contribuire a elevare l'efficienza delle imprese nella allocazione e gestione delle risorse finanziarie, rafforzandone la capacità competitiva e consolidando, in ultima analisi, le stesse prospettive di sviluppo economico del paese.

2. Due capisaldi della riforma: investitori istituzionali e innovazioni nella disciplina dell'ordinamento societario

2.1 Gli investitori istituzionali

La riforma della legislazione sugli investitori istituzionali, pur nella consapevolezza che il loro sviluppo non è determinabile "a tavolino" con soli strumenti legislativi, dovrebbe far perno sulle seguenti innovazioni (16).

- a) Si dovrebbero innanzitutto - secondo un orientamento ormai alquanto diffuso - creare i presupposti per un rapido sviluppo di una forte rete di investitori collettivi e in particolare istituzionali, tenendo conto

16. Non se ne approfondiscono i dettagli in quanto riguardano la riforma non dell'ordinamento delle S.p.A., ma dell'ordinamento pubblicistico di tali investitori.

dei vincoli macroeconomici all'evoluzione del mercato, delle esigenze di non ledere l'equilibrio finanziario delle imprese e dei tempi di sviluppo di adeguate professionalità.

- b) Si dovrebbe garantire l'indipendenza degli investitori collettivi dalle imprese, evitando quindi intrecci tra sorveglianti e sorvegliati, nonché contenere altresì ogni forma di collusione tra gli investitori medesimi. Non solo occorre limitare la partecipazione di società industriali ad assicurazioni, banche e società di gestione dei fondi di ogni tipo, ma è opportuno vietare sindacati di blocco e di voto tra gli investitori istituzionali, così come tra qualsiasi socio di società quotate. Inoltre, è necessario che i fondi pensione e i fondi comuni riservati a lavoratori dipendenti non siano fondi aziendali (come invece accade spesso negli Stati Uniti), ma interaziendali e che investano solo moderatamente nelle imprese in cui lavorino i sottoscrittori del fondo (17).
- c) Appare altresì essenziale introdurre adeguati incentivi agli investitori istituzionali e alle banche (in particolare per le imprese a ristretta base sociale), affinché la loro partecipazione alla sorveglianza sulla gestione societaria sia attiva e finalizzata a obiettivi di massimizzazione dell'efficienza dell'impresa e dunque del valore degli investimenti dei risparmiatori.

17. I fondi aziendali rischiano infatti di essere troppo influenzati dal management professionale della società (e in Italia dai soci imprenditori che ancora possiedono il controllo) e quindi di essere utilizzati indiscriminatamente in funzione anti-scalate, mentre la concentrazione dell'investimento nella società in cui lavorano i sottoscrittori riduce pericolosamente la diversificazione dell'investimento di questi, che avrebbero tanto i loro capitali quanto il loro lavoro investiti nella stessa impresa.

Quest'ultimo punto, che completa la riforma dell'ordinamento societario, è essenziale per l'intero modello di governo qui esposto. Lo scetticismo su proposte simili a quelle qui delineate si è infatti in passato sempre imperniato sulla passività, sull'assenteismo e la propensione al disimpegno degli investitori collettivi e istituzionali (18).

Di recente si è tuttavia obiettato che l'attivismo degli investitori istituzionali nella vita societaria può essere considerato un obiettivo realistico, di cui vi sono evidenti indizi nelle realtà statunitense e inglese appena i fondi possiedono quote significative del capitale sociale. In tal caso, infatti, il disimpegno tramite cessioni delle azioni in borsa ha un costo crescente, per la difficoltà del mercato di assorbire, senza nette flessioni nel prezzo, vendite in blocco di pacchetti significativi (19).

Nel contesto italiano, l'attuale carenza di investitori istituzionali e la possibilità di destinare a quelli di nuova creazione ampie quote delle società privatizzate, consente di ipotizzare una loro consistente partecipazione in numerose società quotate. È inoltre possibile elaborare una disciplina che disincentivi il disimpegno dalla partecipazione attiva alla sorveglianza

18. Cfr. per tutti Visentini (1968), p. 384.

19. Così Coffee (1991), pp. 1339 ss., e Black (1991). Essi forniscono anche un'ampia documentazione sul crescente, spontaneo attivismo dei fondi pensione negli Stati Uniti e in Inghilterra, che segue il continuo accrescersi delle loro quote di partecipazione nelle società quotate, ormai segnalato anche sulla stampa quotidiana (Day, 1992). Rispetto alla Gran Bretagna cfr. anche quanto segnala Tunc (1992), nonché la nascita del British Institute for Professional Non Executive Directors (PRO NED) (organismo volto a promuovere la nomina di amministratori espressione degli investitori istituzionali) e dell'Institutional Shareholders Committee (ISC) (sui quali cfr. Cadbury, 1990). Sulla crescente attività degli investitori istituzionali anglosassoni sullo stesso mercato tedesco, cfr. "Frankfurter Allgemeine Zeitung" (1994).

delle S.p.A.

Si possono infatti imporre agli investitori collettivi (inclusi i fondi comuni di investimento ordinari) limiti alla diversificazione del loro portafoglio che di fatto li costringano a possedere quote significative del capitale sociale (20). Tale tetto alla diversificazione, se assume un connotato ingenuamente dirigistico ove imposto permanentemente, appare necessario in una prima fase (che potrebbe dirsi di take-off). Esso, infatti, crea una massa critica di investimenti in pacchetti di dimensioni significative, capace di modificare gli equilibri interni alle S.p.A. e lo stesso stile di controllo su di esse secondo le linee che si indicheranno nella sezione 2.2.3. Al contempo, obbliga gli investitori collettivi a investire in quote rilevanti di S.p.A., li incentiva a creare al proprio interno uffici di gestione adeguati a intervenire attivamente nella sorveglianza delle S.p.A. perché l'entità della partecipazione non è, per ipotesi, facilmente liquidabile. Tale investimento, in quanto ormai avvenuto (ormai sunk nella terminologia economica), creerà, a parità di altre condizioni, un incentivo ex post a continuare a detenere pacchetti significativi di partecipazioni anche dopo l'eliminazione del tetto alla diversificazione ipotizzato (21).

20. I fondi comuni di investimento possono acquistare, ex art. 4, L. 77 del 1983, sino al 5 per cento del capitale di una società (quota probabilmente congrua anche nella prospettiva indicata nel testo), ma non hanno attualmente alcun obbligo di limitare la propria diversificazione investendo quote minime in ogni società. Come segnalano gli studi di finanza, il possesso di azioni di 20 diverse società garantisce una diversificazione del rischio non sistematico pari al 95 per cento di quella offerta dal possesso di azioni di tutte le società quotate: così, per il mercato statunitense, Coffee (1991), p. 1355 ss.

21. La partecipazione attiva degli investitori istituzionali (e degli stessi fondi comuni) alle decisioni societarie, nelle forme sopra indicate, dovrebbe comunque costituire una scelta razionale nel momento in cui essi abbiano - grazie agli strumenti che si indicheranno nella sezione

In ogni caso, sarà evidentemente necessario uno stretto controllo della Consob su eventuali accordi tra gli investitori a fini di manipolazione delle quotazioni.

2.2 Innovazioni nella disciplina dell'ordinamento societario

2.2.1 L'attuale ordinamento delle S.p.A. e i suoi limiti

Accanto a un mutamento della disciplina degli investitori istituzionali, il progetto generale delineato nella premessa richiede una ampia riforma della disciplina delle S.p.A. È opportuno che la sua discussione sia preceduta da una brevissima sintesi dei tratti in questo contesto rilevanti dell'attuale disciplina delle S.p.A. e del mercato mobiliare, nonché delle proposte di riforma che si sono succedute negli ultimi decenni. A tali temi sono dedicati rispettivamente questa e la prossima sezione (2.2.2.).

L'attuale disciplina delle S.p.A. è caratterizzata, nell'interpretazione giurisprudenziale dominante, dal perma-

2.2.3.1 - una possibilità di influenzare la gestione societaria maggiore di quella concessa dalla attuale disciplina societaria italiana (o da quella statunitense che concentra ancor più le decisioni e le iniziative negli amministratori).

Neppure il rischio di comportamenti eccessivamente orientati al breve termine da parte degli investitori istituzionali deve essere sopravvalutato. Gli investitori che optino per una partecipazione attiva nelle società partecipate sopportano costi che sarebbero del tutto inutili se non al fine di assicurare una gestione efficiente nel lungo periodo; l'incremento delle informazioni disponibili per il mercato, che deriva dal coinvolgimento attivo di investitori istituzionali nell'amministrazione delle S.p.A., riduce l'orientamento del mercato al breve termine, poiché diminuisce l'incertezza sulle prospettive di lungo periodo.

Potrebbero, inoltre, prevedersi adeguati disincentivi a politiche di breve periodo nella distribuzione dei dividendi, ad esempio con un diverso trattamento fiscale della distribuzione di una quota di utili superiore a una certa percentuale o con divieto di distribuire più di una certa percentuale degli utili annuali o delle riserve disponibili accumulate.

nere dell'impianto originario del codice civile del 1942 e da una serie di riforme ispirate, per un verso, dall'obiettivo di ridurre i rischi di autonomia degli amministratori dai gruppi di controllo, per l'altro, dalla convinzione che una maggiore trasparenza ed efficienza operativa sarebbero state di per sé adeguati sostituti di una riforma dei rapporti tra soci. Ne risulta una disciplina delle S.p.A. cui è estranea una visione dell'impresa sociale come strumento per una efficiente raccolta di capitale e una sua ottimale allocazione in impieghi reali.

Nell'applicazione del codice si è assunta come già data (nell'esercizio della libertà contrattuale dei privati) e sostanzialmente estranea all'intervento del diritto societario, la circostanza che determinati soggetti scegliessero di unirsi in società. Si sono dunque disciplinati i loro rapporti reciproci in modo alquanto affine ai rapporti tra proprietari.

Gli azionisti hanno avuto (salvo i vincoli posti dall'ordinamento corporativo, subito scomparso nel dopoguerra) pieni poteri sulla gestione dell'impresa sociale, limitati solo dalla tutela dei creditori e non dall'esigenza di garantire che le risorse finanziarie fossero raccolte in entità efficienti ed efficientemente investite. Analogamente, il proprietario è tradizionalmente limitato dal principio del nemi-nem laedere, ma non è stimolato a disporre della proprietà nel modo più efficiente. I rapporti reciproci tra soci sono stati inoltre regolati da un principio di maggioranza soggetto a pochissimi vincoli.

A conferma di tale sintetica ricostruzione possono citarsi numerose norme. Innanzitutto, l'ampia riserva di competenze all'assemblea rispetto a quelle del consiglio di amministrazione, che attribuisce alla prima deliberazioni anche non direttamente determinanti i rapporti tra soci (22) ma

funzionali innanzitutto all'obiettivo dell'efficienza economica della società. Spetta infatti all'assemblea deliberare in merito all'approvazione del bilancio, alla riduzione del capitale, alla nomina dei certificatori del bilancio, alle deliberazioni di fusione e sino a pochi anni fa anche alle deliberazioni di aumento del capitale e di emissione di obbligazioni, oggi delegabili al consiglio sino a cinque anni.

Una conseguenza evidente di tale ripartizione di competenze è l'aumento del rischio che la maggioranza dei soci non persegua obiettivi di efficienza e di massimizzazione dell'utile complessivo da dividere tra i soci, ma piuttosto obiettivi di massimizzazione del proprio utile particolare anche a scapito del primo. Il rischio si amplia anche a causa della carenza nella disciplina codicistica di norme repressive di eventuali condotte abusive da parte della maggioranza assembleare. Non solo manca ogni azione di responsabilità promuovibile dalla minoranza nei confronti degli abusi che gli amministratori possono compiere nell'interesse della maggioranza (23); anche i vincoli alla maggioranza assembleare erano originariamente limitati

-
22. Ad esempio la distribuzione dei dividendi, la trasformazione o lo scioglimento della società o le modifiche alle norme statutarie di funzionamento della società.
23. L'art. 2393 c.c. prevede infatti che sia la maggioranza dell'assemblea societaria a poter deliberare la promozione di un'azione (sociale) di responsabilità contro gli amministratori che abbiano arrecato danno alla società a seguito di una condotta negligente. L'art. 2395 c.c. a sua volta prevede un'azione di responsabilità contro gli amministratori promuovibile da singoli soci o da terzi solo per danni diretti da questi subiti. Nell'interpretazione dominante si intende per "danno diretto" quel danno che non sia il riflesso di un danno alla società e al suo patrimonio. I singoli soci potranno quindi agire, per esempio, perché il valore delle loro azioni si è ridotto a seguito di false informazioni fatte circolare dagli amministratori circa perdite sociali; non potranno invece agire perché il valore delle loro azioni si è ridotto come conseguenza della riduzione del patrimonio sociale causato da un atto negligente di gestione (per esempio, una compravendita in conflitto di interessi o comunque negligenza conclusa a condizioni ingiustificatamente sfavorevoli alla società).

all'annullabilità delle deliberazioni assunte in conflitto di interesse, con il prevalere di una interpretazione estremamente restrittiva sia della nozione di conflitto che di danno alla società (24). A tutt'oggi manca una norma esplicita che reprima abusi della maggioranza in assenza di situazioni di conflitto di interessi; la regola giurisprudenziale in materia è molto più restrittiva di quelle prevalenti, ad esempio, in Germania (25).

Infine, il codice nulla dice in tema di sindacati di blocco e di voto e lascia quindi ampia libertà ai soci di vincolarsi reciprocamente nella vendita delle azioni o nel voto in assemblea in modo da rendere più arduo il ricambio del gruppo di controllo anche qualora esso sia meno efficiente di un gruppo concorrente. L'orientamento giurisprudenziale

-
24. Sotto quest'ultimo profilo rimane prevalente la tesi che limita il danno alla società alla riduzione o al mancato incremento del patrimonio sociale, senza estenderlo ai casi di pregiudizio al valore globale delle azioni societarie conseguenti, per esempio, a una svalutazione della redditività del capitale sociale. Ne segue che nell'opinione di molti non vi è danno alla società se viene approvato un aumento di capitale non produttivo per la società e tale quindi da servire solo alla modifica dei rapporti di forza interni alla compagine dei soci; oppure se viene approvata una fusione con una società che non offre possibilità di sinergie. In tema cfr. Preite (1993a), pp. 114 ss. Solo recentemente, inoltre, sono stati introdotti vincoli oggettivi relativi a deliberazioni di particolare importanza, quale l'obbligo di sovrapprezzo in caso di deliberazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione e l'obbligo di perizia per la determinazione del rapporto di cambio nelle deliberazioni di fusione (art. 2441 c.c.); solo di recente è stato introdotto per le società quotate l'obbligo di certificazione del bilancio da parte di una società di revisione sottoposta a sorveglianza Consob.
25. La giurisprudenza italiana tende infatti a punire solo i casi in cui il danno agli azionisti di minoranza segua a una deliberazione priva di qualsiasi utilità per la società. In Germania sono colpite anche le deliberazioni in cui il danno alla minoranza, se confrontato ai vantaggi per la società, non sia giustificato in base a un giudizio di necessità e adeguatezza. In tema cfr. Preite (1993a) e Cassottana (1991).

ziale pone forti limiti solo ai sindacati di voto e non a quelli di blocco e quindi non tutela l'interesse al ricambio dei gruppi di controllo, limitandosi a evitare che la struttura legale di governo della S.p.A. non sia stravolta da patti extra-assembleari.

È chiaro che una simile disciplina risponde a una concezione in cui l'autonomia contrattuale è espressione della proprietà e quest'ultima è - difformemente dall'impostazione propria della Costituzione repubblicana - in quanto tale intangibile.

Le riforme successive hanno introdotto (L. 7 giugno 1974, n. 216) norme coerenti con l'obiettivo di una ulteriore limitazione dell'autonomia degli amministratori, tramite limiti all'incetta di deleghe assembleari (art. 2372 c.c.) e agli incroci azionari (art. 2359 bis, poi modificato dal DPR 10 febbraio 1986, n. 30; art. 5 della L. 216 del 1974, per le società quotate in borsa), e hanno previsto la possibilità di emettere azioni di risparmio.

Il controllo pubblicistico, previsto in capo alla Consob, è stato invece fortemente ridotto rispetto ai progetti originari, ispirati alle tesi di Ferri (26): esso è stato limitato alla completezza delle informazioni societarie (e se-

26. Cfr. artt. 47 e 48 del Progetto De Gregorio (con la previsione in capo all'organo di Vigilanza di poteri di impugnazione delle deliberazioni, di convocazione dell'assemblea, di denuncia ex art. 2409 c.c., di pareri sulla congruità del sovrapprezzo o del rapporto di cambio) e art. 52 del progetto modificato dal Comitato dei ministri (che eliminava il potere di denuncia ex art. 2409 e i pareri menzionati). Si segnala, peraltro, che Ferri aveva dissentito da tali disposizioni ritenendo che un intervento così incisivo dell'organo statale fosse ammissibile solo per le società che avessero emesso azioni di risparmio. Cfr. De Gennaro e Ferri (1966), p. 408, nonché Ferri (1956), pp. 35 ss.

condo alcuni anche, parzialmente, alla loro veridicità) (27) con poteri di impugnazione limitati al bilancio e accompagnati da una riduzione dei poteri di impugnazione dei singoli soci delle società quotate affiancata dalla previsione di una certificazione obbligatoria per le società quotate a opera di una società di revisione nominata dalla maggioranza (28).

La riforma della disciplina del mercato mobiliare ha dovuto attendere quasi un altro decennio. Solo a partire dal 1983 sono stati ampliati gli obblighi di trasparenza, è stato esteso il controllo della Consob a tutte le forme di sollecitazione al pubblico risparmio e a tutte le emissioni di valori mobiliari (29), sono stati introdotti i fondi comuni di investimento, sono state promulgate le leggi sulle SIM, sull'OPA e sull'insider trading, mentre la - pur essenziale - telematizzazione del mercato è a tutt'oggi in fieri.

Ridotta all'osso, la critica al modello societario appena descritto verte innanzitutto sull'inadeguatezza della convinzione che ha ispirato le riforme successive agli anni settanta: la convinzione che una riforma dei mercati mobiliari potesse essere un sostituto di una riforma della di-

27. È noto che la dottrina italiana si è divisa sull'interpretazione degli effettivi poteri della Consob, soprattutto in tema di controllo dei prospetti informativi richiesti in sede di emissione di valori mobiliari: da un lato si sono riconosciuti poteri di solo controllo sulla completezza dell'informazione, dall'altro si è rivendicata anche un'azione di protezione del risparmiatore da rischi eccessivi, vietando certe operazioni o certi titoli. Cfr. rispettivamente almeno Rossi (1982), Marchetti (1985), I, p. 247 da un lato e dall'altro Piga (1986), I, p. 289, Libonati (1985), p. 466, Visentini (1985), p. 735.

28. Cfr. artt. 6 e 2, DPR 136 del 1975.

29. L'essenziale passaggio dalla tutela dell'informazione societaria a quella della trasparenza di tutte le operazioni sui mercati mobiliari è stato teorizzato da Rossi (1982, 1986) (che raccolgono articoli soprattutto del periodo successivo al 1980).

sciplina dei rapporti tra soci. A prescindere dai limiti di ampiezza e coerenza di tali riforme, l'errore d'importazione discende, come ben comprendeva già la dottrina degli anni sessanta (30), dal fatto che la riduzione dei costi di circolazione delle azioni e l'intensità delle informazioni sulle società e i valori mobiliari possono tutt'al più prevenire o reprimere possibili abusi nel corso degli scambi di valori mobiliari sui mercati, così come possono incrementare l'efficienza degli intermediari finanziari. Esse non sono invece sufficienti a selezionare i gruppi di controllo più capaci né a ridurre significativamente gli abusi nel governo delle società e quindi il rischio c.d. sistematico dell'investimento in valori mobiliari (31).

Più in generale, si è trascurato che un mercato mobiliare può svolgere una funzione di allocazione efficiente se è sufficientemente sviluppato. In Italia l'entità del debito

30. Cfr. per un'ampia discussione del dibattito dottrinale dell'epoca, ancora Preite (1993b), pp. 494 ss.

31. Il rischio dell'investimento in titoli societari può distinguersi in rischio non sistematico (è relativo a caratteristiche specifiche di ogni società o settore di società: ad esempio, capacità dei dirigenti, condizioni di sicurezza industriale, scioperi, andamento congiunturale di un particolare mercato di prodotti o di approvvigionamenti, ecc.) e rischio sistematico che colpisce tutte le società (andamento dei tassi di cambio o di interesse, inflazione, recessione nazionale). Il primo tipo di rischio è diversificabile investendo in un portafoglio di titoli di diverse società, poiché le eventualità negative di una società sono facilmente compensate da quelle positive delle altre, mentre il secondo non è, per definizione, diversificabile.

La maggiore propensione alla frode o a comportamenti non ottimali di uno o altro amministratore di società è un rischio non sistematico e diversificabile, ma il livello di frode o di inefficienza legalmente consentito non è diversificabile e quindi si riflette sul rischio sistematico del mercato mobiliare e sul costo del reperimento di capitali da parte delle imprese più efficienti (secondo il principio che la moneta cattiva scaccia quella buona). Per una sintetica discussione fondata sugli studi di finanza societaria, cfr. Clark (1986), pp. 151 ss.

pubblico italiano e l'assenza di canali di affluenza del risparmio privato, quali invece sono gli investitori collettivi nella prospettiva qui indicata, contribuiscono a insidiare un tale sviluppo. In ogni caso, il mercato mobiliare italiano è destinato a rimanere periferico rispetto ai centri di intermediazione che il processo di integrazione finanziaria internazionale va delineando (32): anche ciò conferma la necessità di una riforma dell'ordinamento societario che tuteli gli investitori nelle S.p.A. italiane nella stessa misura in cui essi sono tutelati ove investano in S.p.A. di altri ordinamenti.

2.2.2 Insufficienza di precedenti proposte di riforma

La riforma che si proporrà nella sezione seguente non è certo la prima succedutasi negli anni e deve quindi essere rapidamente confrontata almeno con l'intenso dibattito che ha segnato gli anni sessanta.

Alcune tesi dottrinali (difese soprattutto da Ferri e Visentini) hanno all'epoca auspicato la riduzione nelle società quotate dei poteri dei soci risparmiatori, compensata con una qualche estensione dei controlli pubblicistici (33). La necessità di un ricambio dei gruppi di controllo e di un'adeguata sorveglianza su di essi si pongono però sia nelle grandi società sia in quelle piccole e medie, come è stato da tempo rilevato negli scritti di Ascarelli, Oppo e Auletta (34). Ne consegue che anche la massa degli azionisti delle grandi S.p.A. ha interesse alla massima efficienza delle scelte gestionali (35).

32. Cfr. Nardozzi e Vaciago (1991), pp. 7 ss.

33. Cfr. supra note 26, 27 e 29.

34. Cfr. Ascarelli (1956), p. 3; Oppo (1961), pp. 381 ss.; Auletta (1961), pp. 6 ss.

Finché i soci partecipano agli utili e alle perdite, essi hanno interesse non (come i creditori) a porre dei limiti alle scelte gestionali (affinché non pregiudichino il rimborso del credito e degli interessi), ma all'insieme della gestione, affinché essa massimizzi l'utile producibile (36).

Privare l'azionista del diritto di voto senza trasformarlo in un obbligazionista (cioè senza privare la società del capitale di rischio) pregiudica quindi tutti gli obiettivi sopra enunciati, salvo che si presuma una "naturale" eccellenza imprenditoriale dei gruppi di comando (37) o si introduca un (improponibile) controllo pubblico di merito sulle decisioni gestionali di questi (38). Un controllo pubblico limitato agli "abusi" dei gruppi di comando non garantisce infatti dalla loro eventuale incapacità, mentre un controllo esclusivamente sulla correttezza delle informazioni societarie, non è neppure idoneo a ridurre ragionevolmente i rischi dell'investimento, in particolare i rischi non diversificabili di abusi e di inefficienza (39).

-
35. È bene ricordare che la possibilità di una agevole cessione delle azioni sui mercati mobiliari non è una tutela adeguata, di fronte ai rischi di abuso o di inefficienza nella gestione della società da parte dei gruppi di controllo di tutte le società, giacché per cedere le azioni è necessario che vi siano acquirenti. La cessione è quindi possibile, a fini di reazione contro abusi e inefficienze, solo se l'acquisto può essere direttamente o indirettamente motivato dalla prospettiva di sostituire il gruppo di controllo o di rivendere a chi sia in grado di operare la sostituzione medesima.
36. Così anche Ascarelli (1956), p. 16, e Oppo (1961), pp. 365 e 369. Contra, Ferri (1956), p. 40.
37. Eccellenza che appare presupposta ad esempio da Visentini (1968), pp. 66 e 377.
38. Come si è già ricordato, il controllo di merito proposto dal Progetto De Gregorio era considerato eccessivo da Ferri stesso (cfr. De Gennaro e Ferri, 1966, pp. 407-8).
39. Come osservava già Oppo (1961), pp. 365-67, l'impossibilità che un controllo pubblicistico sulle S.p.A. assuma il carattere di un pieno riesame del merito delle

I problemi di efficiente governo delle S.p.A. sopra illustrati non sono adeguatamente superabili - né nelle medie società né in quelle quotate o quotabili - neppure con la mera previsione di ampi strumenti di autotutela in sede giudiziaria da parte dei soci di minoranza, secondo l'impostazione di Tullio Ascarelli. Si tratta di previsione insufficiente (benché necessaria) per evitare abusi da parte del gruppo di controllo, sia sotto il profilo della violazione della duty of loyalty che sotto il profilo della negligenza gestionale (duty of care).

Le ragioni dell'insufficienza sono più profonde della difficoltà (su cui di solito si insiste, ma come si vedrà superabile) di attivare la massa degli azionisti. Sotto il profilo della duty of care, infatti, l'intervento giudiziario è sempre inevitabilmente limitato dalla oscurità del confine tra controllo sull'abuso e sostituzione del giudice ai soci o agli amministratori nelle loro decisioni discrezionali, così come palese è l'inadeguatezza dell'intervento giudiziario a selezionare i gruppi di controllo più capaci di assicurare la massimizzazione dell'efficienza gestionale (40).

Insufficiente, benché fondata su una corretta intuizione, appare anche la mera introduzione di un organo di controllo interno (quale il collegio sindacale) parzialmente no-

decisioni societarie conduce di fatto, in un sistema societario fondato solo sul controllo pubblicistico, a una piena libertà dei gruppi di comando. È poi significativo che, in assenza di un controllo pubblico di merito e di altre forme di controllo sull'operare delle maggioranze, la quotazione delle azioni di risparmio sia risultata sempre penalizzata rispetto a quella delle azioni ordinarie: cfr. Artoni e Cervigni (1992), pp. 92 ss. Da ultimo ribadisce le perplessità sulle azioni di risparmio, Jaeger (1993), I, pp. 23 ss.

40. In termini di teoria dell'informazione può dirsi che il giudice si trova spesso di fronte a insuperabili problemi di accesso alle informazioni societarie rilevanti per il giudizio, in quanto queste sono spesso intrasmissibili e sono fuse in un know-how gestionale che solo chi è sino in fondo insider dell'impresa può possedere.

minato dai soci di minoranza, secondo la risalente proposta di Oppo e Auletta (41). Non si risolve infatti il problema della passività degli azionisti medesimi, mentre è prevedibile che i loro rappresentanti sarebbero privi del tempo e degli incentivi per svolgere una funzione di controllo o di sorveglianza realmente efficace. Essi sarebbero comunque rappresentanti di azionisti imprenditori detentori di quote minoritarie (con tutti i problemi sopra illustrati): si creerebbe di fatto uno scambio tra tolleranza delle operazioni in cui il conflitto di interesse è in capo alla maggioranza imprenditrice e operazioni in cui il conflitto è in capo alla minoranza imprenditrice (42).

2.2.3 Linee di una possibile riforma

2.2.3.1 Gli organi amministrativi

A. Tre condizioni necessarie.

Il governo delle S.p.A., il loro finanziamento con capitale di rischio, la prevenzione e repressione degli abusi, la selezione dei soggetti cui affidare il governo trovano quindi soluzioni adeguate solo comprendendo che la separazione tra proprietà e controllo non è il problema da superare, ma - pragmaticamente (43) - una condizione da incoraggiare e su cui far leva con una disciplina che ne superi gli inconvenienti (44), ciò tanto più nell'ambito di

41. Cfr. Oppo (1961), p. 381, e De Gennaro e Ferri, 1966, p. 404.

42. L'esperienza di amministratori non esecutivi "indipendenti" dal management (c.d. outside directors) ha dato negli Stati Uniti risultati piuttosto discussi: cfr. da ultimo Gilson e Kraakman (1991), p. 863.

43. Cfr. ancora supra, nota 11.

44. Si allude qui agli inconvenienti tipici della tradizionale public company statunitense, in cui gli amministra-

un ordinamento costituzionale che tutela la proprietà in quanto portatrice di una funzione sociale.

Nelle grandi società (45) è quindi necessario - per le ragioni spiegate nel paragrafo 2.1 - accentuare al massimo il ruolo di sorveglianza degli investitori collettivi e in particolare di quelli istituzionali. A tal fine non si può evidentemente prescindere da un mutamento dell'ordinamento societario volto a consentire lo sviluppo delle loro attività di sorveglianza, individuate nelle pagine precedenti come ratio principale della loro presenza nella proprietà dell'impresa (46).

Tali attività possono in teoria esplicarsi sia all'interno di un organo amministrativo unico (CdA) che in un apposito organo, il Consiglio di Sorveglianza (Aufsichtsrat del modello tedesco) distinto dall'organo esecutivo (Vorstand). L'alternativa sarà esaminata sub B. In entrambi i casi, la prima condizione di un'efficace sorveglianza consiste nel ga-

tori rispondono quasi solo teoricamente a una massa di azionisti dispersi e disorganizzati che hanno come unica tutela (peraltro lì non irrilevante) quella giudiziaria.

45. Nelle società medio-piccole la separazione tra proprietà e controllo è invece evidentemente improponibile. Anche qui è comunque opportuno accrescere le strutture istituzionali che consentano di ottimizzare il controllo sugli imprenditori-capitalisti e di stimolarli, quando necessario, a cedere il controllo nell'interesse della crescita e della modernizzazione dell'impresa.
46. Un'attenzione, nel recente dibattito, ai temi di diritto societario è in Rossi (1992), che ha proposto l'introduzione obbligatoria del voto di lista per l'elezione del consiglio di amministrazione e la previsione di azioni di responsabilità sul modello delle derivative actions statunitensi; in Baratta (1992), che aderisce alla proposta di creare, sulla scia dei più recenti studi statunitensi, un consiglio di sorveglianza che consenta agli investitori istituzionali adeguati poteri di sorveglianza sugli amministratori; in Jaeger (1993). Cavazzuti (1992), p. 1048, insiste sotto un profilo diverso dal diritto societario, sull'importanza di ripristinare condizioni di intensa concorrenza tra imprese.

rantire che negli organi direttivi delle S.p.A. le minoranze qualificate (e quindi in primis gli investitori istituzionali e collettivi, ma anche le banche ed eventuali rappresentanze organizzate del risparmio diffuso) godano di una rappresentanza proporzionale al proprio possesso azionario: l'introduzione ex lege di tale rappresentanza, del voto di lista nell'elezione del CdA in caso di struttura unitaria o del CdS in caso di struttura dualistica dell'organo di amministrazione, appare lo strumento più idoneo a tal fine.

A nostra conoscenza, in nessun paese, tranne in parte in Spagna (47), esiste l'obbligatorietà di un voto strettamente proporzionale o di quello di lista per l'elezione degli organi direttivi societari. Ciò non costituisce tuttavia un indizio di "irrealismo" della proposta qui avanzata, giacché l'obbligatorietà del voto di lista può giustificarsi in base alle particolari caratteristiche del contesto italiano attuale.

Occorre infatti prevedere uno strumento in grado di intaccare le fisiologiche resistenze iniziali (per le ragioni spiegate supra nota 13) delle famiglie di imprenditori-capitalisti all'ingresso di altri soggetti sorveglianti nell'impresa e, per questa via, atto a fornire un incentivo all'acquisizione di quote azionarie di minoranza da parte degli investitori collettivi e istituzionali. È evidente che senza un tale incentivo, senza cioè la garanzia giuridica di poter effettivamente "contare" qualcosa nella direzione dell'impresa, gli investitori in questione non avranno ragione di assumere il rischio finanziario connesso all'acquisto di partecipazioni significative nelle S.p.A.; non avranno dunque

47. In Spagna la Ley de sociedades anonimas (art. 137) consente a una minoranza di azionisti, che si raggruppino fino a costituire una quota del capitale sociale uguale o superiore a quella che risulti dal dividere quest'ultimo per il numero dei membri del Consiglio, di nominare quelli che, superando intere frazioni, risultino dalla corrispondente proporzione. Cfr. Mencia (1994), I, p. 961.

incentivi a contribuire al superamento del modello di governo societario oggi dominante. Sotto questo profilo si può anche riconoscere un carattere transitorio alla norma; essa potrebbe cioè essere limitata al periodo, quantunque presumibilmente non breve, in cui la presenza dei gruppi di imprenditori-capitalisti rimarrà comunque rilevante.

Per il caso italiano, l'opportunità dell'introduzione di un obbligo di adozione del voto di lista è confermata "a rovescio" dell'esame dei sistemi tedesco e statunitense ove tale obbligo è assente. Esaminiamo qui brevemente i due casi.

In Germania il consiglio di sorveglianza (di cui si dirà diffusamente più avanti) è ex lege composto, nelle grandi S.p.A., per metà dai rappresentanti del lavoro; per l'altra metà è eletto con voto maggioritario dall'assemblea degli azionisti (48). Il principio proporzionale garantisce dunque la tutela degli interessi di un insieme ben definito di soggetti distinto dagli azionisti; i suoi effetti indiretti travalicano tuttavia quest'ambito, incidendo sulla stessa prassi decisionale dell'intero consiglio di sorveglianza tramite l'incentivo a ricercare soluzioni cooperative o, se viste dal lato meno confortante, consociative ai conflitti di interesse.

Il consiglio di sorveglianza delle grandi imprese tedesche può in questo senso prescindere dal voto di lista obbligatorio anche per la componente di pertinenza della proprietà, grazie alla stabilità della struttura degli interessi rappresentati dalla tradizionale incisiva presenza delle banche (e in particolare della Hausbank), diversi da quelli dei

48. Attenua gli effetti del requisito di maggioranza la facoltà lasciata agli statuti delle S.p.A. di inviare nell'Aufsichtsrat rappresentanti di particolari categorie di azionisti per una quota comunque non superiore a un terzo dei rappresentanti complessivi degli azionisti (Entsendungsrecht).

tradizionali imprenditori-capitalisti.

Negli Stati Uniti, la debolezza delle dinastie imprenditoriali in confronto a quelle italiane e la connessa rilevanza, ancorché decrescente negli ultimi anni, dei fenomeni di take-overs ostili più che compensano la maggiore autonomia del management nei confronti dell'azione di sorveglianza delle minoranze. Quest'ultima ha peraltro una lunga e forte tradizione di sostegno giudiziario sconosciuta nel continente europeo (49). Ne consegue una minore rilevanza, sempre rispetto al nostro paese, del requisito di obbligatorietà del voto di lista.

La seconda condizione necessaria per favorire una presenza efficace degli investitori collettivi nell'impresa riguarda la loro capacità professionale di esercitare la sorveglianza. Sul piano normativo essa può essere indirettamente stimolata da un obbligo di riunioni frequenti (per esempio bimestrali), da un rigido atteggiamento giurisprudenziale sugli obblighi di sorveglianza (50), e/o dalla loro selezione da parte di associazioni a ciò appositamente deputate dagli stessi investitori istituzionali (51). Essa sarà peraltro pur

49. È evidente che una tale tradizione, per sua natura, non potrà di per sé essere raggiunta in Italia neppure ove si accettassero le proposte di rafforzamento dei poteri delle minoranze che si enunceranno nelle sottosezioni 2.2.3.2 e 2.2.3.3.
50. I giudici potrebbero infatti ritenere, nel contesto di eventuali azioni di responsabilità, che i consiglieri di sorveglianza non adempiono correttamente i propri obblighi di legge se seguano l'attività societaria solo occasionalmente, svolgendo prevalentemente altre professioni, e senza utilizzare staff adeguati. La legge tutt'al più potrebbe incentivare un tale atteggiamento giurisprudenziale definendo il consiglio di sorveglianza come un organo tenuto a svolgere "continuativamente e in modo organizzato" i propri compiti (che sono precisati oltre nel testo).
51. È quest'ultima la proposta di Gilson e Kraakman (1991), p. 863, approvata anche da Coffee (1991), p. 1359.

sempre in gran parte dipendente dalle decisioni autonome delle parti, in generale dalla cultura di impresa prevalente.

Una crescente professionalità, in quanto associata a effettive opportunità di sorveglianza, sarebbe di per sé incentivo per gli investitori collettivi a interessarsi dell'attività imprenditoriale, a superare, cioè, quel ruolo passivo da molti a torto individuato come modalità ineludibile della loro partecipazione. Al contempo, va incontro all'interesse generale la creazione di soggetti di per sé dotati di una specifica capacità professionale nell'attività di sorveglianza. È indubbio che gli investitori istituzionali (più di quelli genericamente collettivi) godano di alcune importanti condizioni che favoriscono il formarsi di questa capacità, fra cui la loro minore sensibilità finanziaria agli accadimenti ciclici dell'economia e la conseguente possibilità di sviluppare stabilmente un'organizzazione interna in grado di promuovere e mantenere conoscenze specifiche nell'ambito della sorveglianza. Sono queste condizioni inesistenti nel caso della stragrande maggioranza delle imprese industriali e in quello delle persone fisiche oggi presenti in Italia nei collegi sindacali.

Allo sviluppo di proprie capacità professionali potrebbero affiancarsi (soprattutto nelle società quotate sui mercati mobiliari) accordi stretti di volta in volta fra gli investitori collettivi e/o istituzionali (conservando cioè un rapporto concorrenziale e non collusivo e quindi stabilendo un divieto di sindacati di blocco o di voto nelle società quotate) allo scopo di nominare sorveglianti a tempo pieno adeguatamente remunerati e ai quali affidare incarichi in più di una società (52).

Terza condizione di un'efficace sorveglianza, strettamente collegata alle prime due, attiene direttamente

52. Cfr. la nota che precede.

ai poteri degli investitori collettivi e istituzionali in quanto minoranza qualificata all'interno degli organi direttivi dell'impresa. In particolare, appare opportuno imporre il requisito dell'approvazione a maggioranza speciale (ad esempio il 75 per cento) (53) nelle deliberazioni attinenti: a) alla fissazione degli emolumenti dei membri dell'organo; b) al conferimento e alla revoca di ogni incarico (non solo di certificazione) alle società di revisione e società a esse collegate, cosicché i revisori siano legati strettamente ai sorveglianti; c) all'esame di revisioni aziendali esterne, da rendere obbligatorie per legge e aventi a oggetto non solo l'andamento finanziario, ma anche l'organizzazione interna, la penetrazione sul mercato, le dinamiche dei costi, il rispetto delle leggi, l'impatto ambientale dell'attività dell'impresa, le condizioni di lavoro (54).

Lo stesso requisito di maggioranza speciale va per coerenza imposto nell'assegnazione e nella revoca delle deleghe esecutive all'interno del consiglio di amministrazione o del Vorstand, rispettivamente nel modello monistico o dualistico dell'organo di amministrazione (cfr. infra in questo paragrafo sub D).

53. Senza tale requisito di maggioranza speciale il ruolo delle minoranze organizzate e degli investitori istituzionali sarebbe vanificato nel contesto italiano, inevitabilmente segnato dal perdurare, per un certo tempo, del dominio di gruppi di soci imprenditori capitalisti. È per questo che in Italia la mera elezione con voto di lista di tutto il CdA (che certo non potrebbe deliberare costantemente a maggioranza speciale) difficilmente avrebbe analogo risultato, in quanto si risolverebbe in una rappresentanza sempre minoritaria degli investitori istituzionali e quindi nel perpetuarsi dell'attuale situazione di controllo assoluto da parte del gruppo azionario maggioritario.

54. Cfr. la proposta formulata già da Eisenberg (1975), pp. 436 ss.

Sembra infine opportuno prevedere, sull'esempio tedesco, poteri di una minoranza qualificata dell'organo amministrativo di richiedere informazioni agli amministratori esecutivi o di procedere a ispezione dell'azienda (55).

B. Modello monistico o dualistico?

Abbiamo finora accantonato la questione di quale sia l'impianto organizzativo dell'impresa più idoneo a accogliere la presenza degli investitori collettivi negli organi direttivi aziendali. Benché le proposte sin qui avanzate ne risultino in buona misura indipendenti, è opportuno prendere posizione.

Senza addentrarci in una disputa astratta, a parer nostro in larga misura inconcludente, sviluppiamo qui utili spunti di riflessione sui caratteri dell'esperienza tedesca che ci pare particolarmente significativa. L'esperienza francese, di modeste dimensioni e assai meno nitida anche sotto il profilo normativo, è considerata sinteticamente nell'Appendice.

Secondo la normativa tedesca, la gestione dell'impresa è affidata alla direzione; quest'ultima è sottoposta all'attività di supervisione del consiglio di sorveglianza. La separazione delle due funzioni implica il divieto per ogni singola persona di far parte dei due organi nell'ambito della stessa impresa. Il consiglio di sorveglianza ha il potere di

55. La normativa tedesca conferisce a due membri dell'Aufsichtsrat il diritto, azionabile in giudizio, di chiedere informazioni ai membri del Vorstand. Si dovranno peraltro approfondire i problemi di tutela dell'interesse sociale alla riservatezza, in Germania oggetto di un ampio dibattito (soprattutto sotto il profilo della partecipazione di esponenti dei lavoratori dipendenti): cfr. Mertens (1989), p. 238. Da notare che l'opinione prevalente in Germania nega invece (alla luce del par. 111, Abs. 2, AktG) un diritto di ispezione individuale dei membri dell'Aufsichtsrat: cfr. Lutter e Krieger (1989), pp. 30 ss.

nominare e di revocare la direzione; a sua volta l'Aufsichtsrat è nominato secondo le procedure previste dalla legge di codeterminazione per i rappresentanti del lavoro, mentre è nominato a maggioranza semplice dall'assemblea degli azionisti per quelli della proprietà. In alcuni casi è imposta per statuto al singolo azionista l'impossibilità di esercitare il diritto di voto per la quota eccedente una percentuale prefissata del capitale sociale (generalmente il 5 per cento).

Il contenuto dell'attività di sorveglianza non è ex lege precisamente definito; esso esclude in ogni caso le decisioni concernenti la gestione corrente dell'impresa.

Secondo una recente indagine "sul campo" (56), i membri dell'Aufsichtsrat considerano la nomina e la revoca della direzione, l'approvazione delle scelte d'investimento, il superamento delle situazioni di crisi e il controllo della strategia finanziaria di lungo periodo come compiti in ordine di importanza più rilevanti del consiglio di sorveglianza. Si noti che se da un lato emerge una corrispondenza con la separazione funzionale della sorveglianza dettata dalla norma, dall'altro viene attribuito un elevato peso a decisioni concernenti la direzione dell'impresa, perlomeno al di là del breve periodo. Sotto questo profilo, tende a sfumare nei fatti la chiara distinzione normativa operata dal modello dualistico; il sistema pare nella realtà concreta avvicinarsi a quello monistico del board statunitense.

I gruppi d'interesse la cui influenza è ritenuta più rilevante nell'ambito del consiglio di sorveglianza sono gli azionisti, i rappresentanti del lavoro, le forze dirigenti dell'economia e le banche; scarso peso avrebbero le altre minoranze (clienti, fornitori, associazioni di piccoli azioni-

56. Cfr. Bleicher, Leberl e Paul (1989).

sti, politici, esperti accademici).

È evidente che le specifiche caratteristiche assunte dal sistema industriale e finanziario in Germania hanno qui un peso fondamentale. Innanzitutto, il modello dualistico tedesco appare oggi inseparabile dalla codeterminazione che innalza al livello del massimo organo societario la tutela degli interessi del lavoro dipendente (57).

La seconda caratteristica fondamentale del sistema tedesco concerne il ruolo delle banche, e in particolare della Hausbank (58). L'assistenza delle banche nelle imprese trova un luogo "naturale" nell'Aufsichtsrat. L'incrocio di mandati e cariche fra banche e imprese che caratterizza i gruppi compenetrati tedeschi configura una élite manageriale nazionale in cui le banche detengono ancora una posizione preminente, anche in forza della capacità professionale da loro maturata col tempo (59).

-
57. Nelle società per azioni con oltre 2.000 addetti (oggi circa 500 imprese) la rappresentanza del lavoro diviene paritaria, a meno del presidente, eletto dalla proprietà e dotato di un doppio voto in caso di empasse all'interno del consiglio. Questa disposizione salvò la legge del 1976 dall'eccezione di incostituzionalità sollevata dall'associazione degli imprenditori. La legge in parola è peraltro assai macchinosa, distinguendo diverse composizioni del consiglio di sorveglianza e diverse modalità di elezione dei rappresentanti del lavoro a seconda delle dimensioni dell'impresa.
58. Per una descrizione del modello tedesco e del ruolo delle banche miste, cfr. Nardozzi (1983); Barzaghi (1988), p. 113; Zysman (1993), pp. 99 ss.; Locatelli (1991).
59. Bleicher e altri (1989) sottolineano come questo elemento sia determinante nello spiegare il peso e i numeri dei mandati delle banche nei consigli di sorveglianza delle grandi imprese. Contributi recenti hanno evidenziato come il ruolo della Hausbank sia andato ridimensionandosi, in corrispondenza con il maggior grado di autonomia finanziaria acquisito dalle imprese negli anni ottanta e lo sviluppo della Allfinanz. Cfr. Cardilli, Pinzani e Signorini (1994); Sabel, Griffin e Deeg (1993).

È quest'ultimo aspetto che contraddistingue l'esperienza tedesca da quella americana, piuttosto che l'esistenza di un ceto dirigenziale caratterizzato da un fitto incrocio negli organi di direzione delle imprese; tale intreccio negli Stati Uniti si ha comunque, tramite gli outside directors (60), cosicché anche sotto questo profilo la differenza tra board e Aufsichtsrat appare assottigliarsi.

Queste evidenze sono in generale coerenti con un'azione di mediazione di pochi rilevanti interessi esercitata nel consiglio di sorveglianza. Nella stessa direzione va un'altra ipotesi che sembrerebbe emergere dalle indagini empiriche e che pare di non poco momento per le linee di riforma qui prospettate. Il livello di attività e di impegno del consiglio di sorveglianza sarebbe maggiore nelle imprese con un azionista di riferimento (o nel caso di imprenditore-capitalista) che in quelle ad azionariato diffuso (61).

Nell'esperienza tedesca si mescolano dunque luci e ombre. Nei casi in cui i membri del consiglio di sorveglianza rivolgono effettivamente il loro impegno verso un limitato numero di imprese, essi sono in grado di sfruttare il contatto permanente e approfondito con l'attività aziendale, godendo così, ceteris paribus, di un vantaggio informativo non ir-rilevante rispetto a sorveglianti esterni.

60. Secondo un'indagine rivolta alla maggioranza delle società per azioni dell'industria, negli anni settanta in quasi il 60 per cento dei casi le imprese tedesche erano collegate tra loro attraverso la presenza nei consigli di sorveglianza di rappresentanti comuni, senza che a ciò corrispondessero incroci di partecipazioni (cfr. Bleicher e altri, 1989, p. 80). I risultati di un'indagine campionaria effettuata negli Stati Uniti nel decennio successivo indicano analogamente che il 43 per cento di tutti gli outside directors (che formano all'interno di ogni singola impresa la maggioranza del board) erano manager di altre imprese (*ibid.*, p. 211).

61. Cfr. Bleicher e altri (1989), p. 118.

Più in generale, con l'Aufsichtsrat si favorisce l'internalizzazione di costi di transazione e informativi che sarebbero probabilmente più elevati se i conflitti di interesse fossero mediati dal mercato. Ciò è più evidente nel caso del rapporto capitale-lavoro, che viene normalmente governato all'interno delle strutture di codeterminazione (62). Ma i guadagni si estendono anche al caso dei rapporti banca-impresa, tramite la figura della Hausbank che trova, come si è visto, un suo naturale pendant nel consiglio di sorveglianza (63).

Le ombre concernono, secondo opinioni largamente diffuse nel mondo imprenditoriale e accademico tedesco, in estrema sintesi quattro punti.

- a) Sia rispetto al rapporto lavoratori-soci che a quello creditori-soci, esiste un limite, oltre il quale il mancato ricorso alla mediazione esterna degli interessi da parte del mercato produce inefficienze di entità superiore alla riduzione dei costi sopra menzionati. Nel primo caso, s'incontra questo limite quando la separazione del mercato del lavoro esterno all'impresa, indotta dalle strutture di codeterminazione, favorisce comportamenti corporativi di impresa, nel lungo periodo inefficienti. Nel secondo, quando la partecipazione della Hausbank all'impresa (diretta o indiretta tramite le deleghe di voto ricevuta dall'azionariato diffuso, il c.d. Depotstimmrecht) conduce a comportamenti quantomeno lesivi degli obblighi prudenziali.
- b) Nonostante la collocazione del consiglio di sorveglianza nel cuore dell'impresa, andrebbe emergendo uno scarto

62. Sull'importanza della codeterminazione per la storia e l'assetto delle relazioni industriali tedesche, cfr. Magnani (1995).

63. Sui vantaggi, sotto questo profilo, del rapporto di Hausbank, cfr. Cardilli, Pinzani e Signorini (1994).

crescente fra il grado di professionalizzazione del management da una parte e dei sorveglianti, dall'altra. In altri termini, l'impetuosa, recente, internazionalizzazione dei mercati finanziari e la rapidità dell'innovazione tecnologica e organizzativa penalizzerebbero maggiormente le figure più lontane dalla gestione diretta dell'impresa.

- c) A queste difficoltà, si aggiungerebbe l'eccessiva crescita della dimensione dell'Aufsichtsrat che ne renderebbe l'attività macchinosa e priva della necessaria agilità operativa (64).
- d) La presenza di dirigenti sindacali esterni all'impresa, prevista entro quote stabilite dalla legge, tratterrebbe spesso i sorveglianti dall'esternare critiche potenzialmente delegittimanti nei confronti della direzione aziendale.

Le difficoltà maggiormente significative per la proposta di riforma qui avanzata concernono l'insufficiente capacità professionali dei sorveglianti. Questa crescente consapevolezza ha stimolato in Germania la formulazione di alcune possibili linee di mutamento dell'ordinamento (65). Queste riguardano un maggior grado di autonomia del presidente del

64. È questo un problema legato direttamente alla legge sulla codeterminazione del 1976, in particolare con riferimento alle innovazioni introdotte per le imprese con oltre 2.000 addetti. Il numero previsto dalla legge per i rappresentanti del lavoro porta infatti il numero complessivo dei membri del consiglio di sorveglianza a 20 e più unità.

Aggrava ulteriormente questa difficoltà la partecipazione abituale del Vorstand (circa 10 persone) alle riunioni dell'Aufsichtsrat (che per di più avvengono a cadenza trimestrale, ma a volte solo a cadenza semestrale: cfr. i dati forniti da Gerum, Steinmann e Fees, 1988, e da Bleicher e altri, 1989, p. 77).

65. Cfr., per una efficace esposizione sintetica, Lutter (1994).

consiglio di sorveglianza (66), la limitazione del numero di mandati (67), l'opportunità di elevare gli emolumenti dei membri dell'Aufsichtsrat (68). Queste proposte prefigurano di fatto, ferma restando la separazione dell'organo di gestione e da quello di sorveglianza (oggi indissolubilmente legata alla codeterminazione), un governo dell'impresa in prospettiva ancora più vicino a quello del board.

In sintesi, non pare potersi concludere che il sistema dualistico sia indiscutibilmente superiore a quello monistico riguardo alla capacità di assicurare un'adeguata sorveglianza dell'attività imprenditoriale (69). Sotto questo profilo, la difficoltà è analoga a quella sottolineata nel recente dibattito statunitense sull'efficacia ai fini di sorveglianza della disciplina attuale dell'attività del board (70). Alla radice di questa comune condizione stanno gli stessi fenomeni, fra cui spicca la crescente internazionalizzazione dell'atti-

-
66. L'obbligo ex lege di creare nell'ambito del consiglio di sorveglianza comitati ristretti ad hoc su aspetti specifici dell'attività dell'impresa direttamente responsabili di fronte al presidente attenuerebbe probabilmente gli effetti dell'elefantiasi di cui è affetto il consiglio di sorveglianza delle grandi imprese.
67. Restringendo a cinque o addirittura a tre il numero massimo di mandati nei consigli di sorveglianza, si ridurrebbe l'aspetto onorifico della nomina stessa a favore di un impegno più intenso dell'attività di sorveglianza.
68. Si avanza l'opportunità di elevare il compenso versato ai membri del consiglio di sorveglianza (oggi pari a circa 15.000 marchi l'anno per i membri ordinari, al doppio per il presidente).
69. È stato spesso osservato, sulla base di esperienze antiche e recenti (da ultimo, con la crisi finanziaria che ha colpito la Metallgesellschaft) che la mera scissione delle funzioni di gestione e di sorveglianza non impedisce comportamenti collusivi fra Vorstand e Aufsichtsrat, esattamente come accade nell'ambito del board fra inside e outside directors.
70. Cfr. supra, nota 42.

vità finanziaria delle imprese.

Ciò nonostante, pur nella convinzione della modesta rilevanza del problema (71), non nascondiamo una preferenza per la struttura dualistica. Ci sorregge in questa scelta una considerazione di carattere generale, secondo la quale è bene che i sorvegliati siano separati dai sorveglianti anche sotto il profilo organizzativo.

La ragione principale discende però dalle maggiori potenzialità di un organo specificatamente dedicato alla sorveglianza a promuovere in prospettiva la tutela di una pluralità di interessi anche diversi da quelli oggi all'ordine del giorno; all'interno di un unico organo (come il board o il consiglio di amministrazione) il maggior grado di commistione con l'attività di gestione dell'impresa rende infatti, ceteris paribus, questa tutela meno agevole a causa degli effetti negativi sulla rapidità e l'efficienza dei processi decisionali del management esecutivo (72).

71. Nella stessa vena, con riferimento alla realtà statunitense, cfr. Eisenberg (1975), p. 411; a quella tedesca, Lutter (1994). Siamo inoltre consapevoli della difficile trasferibilità ad nutum di istituzioni e ordinamenti fortemente radicati nel contesto storico, culturale e politico nazionale, come mostra, fra l'altro, l'esperienza francese (cfr. Appendice). In Germania, l'attuale assetto del modello dualistico è maturato nel corso di un secolo, dalla legge istitutiva del consiglio di sorveglianza nel 1870 all'ultima legge di codeterminazione del 1976.

72. L'istituzione del consiglio di sorveglianza risponde sotto questo profilo all'obiezione sollevata da Grande Stevens (1992) alla proposta (avanzata da Rossi, 1992) di imporre il voto di lista per tutto il CdA. La rappresentanza delle minoranze nel CdA equivarrebbe - rileva Grande Stevens - a un governo misto di maggioranza e opposizione con rischi di paralisi nella gestione: non solo il progetto delineato nel testo fa leva su investitori istituzionali di grande competenza e non sull'azionariato diffuso, ma il consiglio di sorveglianza è appunto un organo di sorveglianza e di selezione degli amministratori esecutivi e non un organo di gestione.

La nostra propensione trova infine parziale conforto nel filone dottrinario italiano, in particolare in Oppo e Auletta, che, come si è ricordato nel paragrafo 2.2.2, hanno in passato sollecitato un rafforzamento della tutela degli interessi dei soci di minoranza tramite una quota partecipativa garantita per legge nel collegio sindacale. Quell'ispirazione può ora essere ripresa e resa efficace grazie al progetto complessivo di riforma dell'ordinamento societario qui delineato.

C. Peculiarità delle nostre proposte rispetto alla legislazione tedesca e statunitense.

L'esame, seppur sintetico, del sistema dualistico tedesco e il richiamo alle problematiche di quello monistico statunitense appaiono utili per segnalare e valorizzare le peculiarità delle proposte di riforma sopra formulate. La discussione sub B conferma infatti che in entrambi gli ordinamenti le disfunzioni più serie nell'attività di sorveglianza nascono dalla scarsa professionalità dei sorveglianti, da un loro scarso attivismo, da rischi di collusione con gli amministratori esecutivi e il gruppo imprenditoriale di controllo, da una non chiara determinazione dei loro poteri di sorveglianza.

Si tratta, come è agevole rilevare, proprio dei problemi che ci si è sforzati di affrontare nella proposta avanzata. Sotto il profilo della professionalità, è evidente l'idoneità degli investitori istituzionali, che può essere incrementata ove i loro rappresentanti negli organi amministrativi siano selezionati e monitorati da apposite associazioni o fondazioni e ove essi svolgano la loro funzione a tempo pieno o quasi; l'attivismo può essere stimolato sia da precisi obblighi di frequenza delle riunioni (73) sia dal conferimento ai giudici del potere di

73. Cfr. supra, nota 67, per la diversa prassi tedesca.

considerare l'attivismo e l'organizzazione nella sorveglianza come elemento di giudizio nelle controversie per negligenza (74); i rischi di collusione col gruppo di controllo azionario o con gli amministratori esecutivi possono essere ridotti vietando i sindacati di voto e sono senz'altro minori da parte di investitori istituzionali che di una Hausbank o di outside directors, essi stessi spesso amministratori esecutivi in altre S.p.A. (75); i poteri di sorveglianza (nomina di audit committees ecc.) sono stati chiaramente elencati ed il loro esercizio reso obbligatorio, diversamente da quanto avviene nelle legislazioni sopra discusse.

D. Breve quadro delle modifiche normative necessarie per la riforma suggerita.

Lasciando impregiudicata, nonostante la preferenza espressa per il secondo modello, l'alternativa tra struttura monistica o dualistica dell'organo amministrativo, si può concludere accennando alle modifiche normative specificamente necessarie per attuare la riforma proposta.

Qualora si optasse per la conservazione del modello monistico sarebbe necessario, oltre all'introduzione del voto di lista nelle modalità di elezione degli amministratori da

74. Cfr. supra, nota 53 e testo.

75. Anche sotto questo profilo si deve sottolineare un'altra differenza rispetto all'Aufsichtsrat tedesco, per la revoca del quale è richiesto (par. 103, Abs. 3, AktG) il voto del 75 per cento dei voti espressi in assemblea; inoltre lo statuto, come si è già ricordato, può impedire l'esercizio del diritto di voto oltre una certa quota delle azioni possedute, così rendendo estremamente difficile il ricambio dei gruppi di controllo delle società. La proposta avanzata nel testo conserva invece la revocabilità del CdS (e del CdA) a maggioranza semplice dei presenti in assemblea ordinaria in seconda convocazione, così lasciando operare, ove praticabile, il meccanismo dei take-overs come ulteriore forma di controllo dinamica sull'efficienza del governo delle S.p.A.

parte dell'assemblea (art. 2383 c.c.) delle S.p.A. con un fatturato superiore a un determinato limite, emendare:

- l'art. 2388 c.c., comma 2, stabilendo che il CdA delibera a maggioranza assoluta salvo i casi previsti dall'atto costitutivo e dalla legge;
- l'art. 2381 c.c., stabilendo che il CdA nomina e revoca l'amministratore delegato o il comitato esecutivo a maggioranza speciale (per esempio del 75 per cento);
- l'art. 2389 c.c., stabilendo che sia l'assemblea che il CdA, per quanto rispettivamente di loro competenza, stabiliscono gli emolumenti degli amministratori con una data maggioranza speciale;
- l'art. 2380 c.c., stabilendo un obbligo di riunione almeno bimestrale del CdA;
- l'art. 2392 c.c., stabilendo che gli amministratori sono obbligati a svolgere la loro attività di sorveglianza in modo continuativo e organizzato (così richiedendo la formazione di adeguati staff e l'acquisizione di adeguata professionalità).

Dovrebbero altresì introdursi apposite norme che stabiliscano

- l'obbligo (da coordinare con le norme del DPR 136 del 1975) per gli amministratori di commissionare a maggioranza speciale le revisioni contabili e le revisioni aziendali esterne in tema per esempio di organizzazione interna, penetrazione sul mercato, dinamiche dei costi, rispetto delle leggi, impatto ambientale dell'attività imprenditoriale, condizioni di lavoro;
- il potere di minoranze qualificate di amministratori a procedere a ispezioni dell'azienda e dei suoi documenti o a chiedere informazioni agli amministratori esecutivi.

Qualora invece si optasse per l'istituzione di un consiglio di sorveglianza (da eleggere sempre con voto di li-

sta), le modifiche appena elencate dovrebbero essere riferite al CdS previsto con norma apposita (76).

2.2.3.2 La buona fede e la correttezza

Accanto a una riforma della struttura di governo della S.p.A., appare altresì opportuna una riforma della disciplina degli obblighi reciproci tra i soci che eviti rischi di azioni ricattatorie da parte della minoranza, ma soprattutto minimizzi i rischi di abuso della maggioranza nei confronti

76. In tal caso si porrebbe un'altra serie di problemi peculiari, quali da un lato le modalità di nomina del Vorstand (da parte dell'assemblea a maggioranza semplice o da parte del CdS, come in Germania, sempre a maggioranza semplice) e dall'altro l'assegnazione al CdS (anche qui deliberante a maggioranza semplice) delle altre competenze dell'Aufsichtsrat tedesco: proposte di fusione, trasformazione, scioglimento, operazioni sul capitale, investimenti a medio-lungo termine, distribuzione di dividendi (si tratta, come è peculiare dell'esperienza tedesca, di quell'area grigia in cui l'attività di sorveglianza ex ante - e non ex post, come quella sinora discussa - si combina con quella strategica di lungo periodo dell'impresa). In merito, si deve preliminarmente osservare che sembra essere fuori discussione l'opportunità di riservare comunque a tale nomina e a tali decisioni la regola della maggioranza semplice e non di quella speciale. È chiaro infatti che in tema di nomina dell'organo esecutivo e di decisioni di gestione le prerogative di controllo del gruppo di maggioranza non possono essere intaccate. Il trasferimento delle competenze citate al CdS, piuttosto che all'assemblea o al Vorstand, incentiverebbe, in presenza di una rappresentanza proporzionale nel consiglio di sorveglianza delle minoranze azionarie, anche su questo terreno la ricerca di soluzioni concordate al fine di evitare i costi, spesso elevati, di un conflitto. È questa l'indicazione desumibile dal caso tedesco, in cui, nonostante la riserva a favore della proprietà stabilità della legge, assai raramente si giunge nell'ambito dell'Aufsichtsrat a decisioni contro il parere dei rappresentanti del lavoro. Si noti infine l'ulteriore problema se riservare al Vorstand o al CdS solo poteri di proposta in tema di scioglimento, fusione e operazioni sul capitale, lasciando la deliberazione finale all'assemblea, oppure limitare più o meno radicalmente i poteri a quest'ultima riconosciuti dal codice civile.

di questa. Oltre a una eventuale precisazione della vigente disciplina sul conflitto di interessi (77), potrebbe rendersi

77. In tema di conflitto di interessi e di violazione delle regole di distribuzione della ricchezza societaria o del potere tra soci, si è suggerito (Preite, 1993b, pp. 558 ss.) di prevedere (eventualmente con norme dispositive, quanto alle società non quotate) vincoli agli amministratori e ai gruppi di comando di contenuto più stringente degli attuali. Essi dovrebbero essere formulati in modo da ridurre - ove possibile - i costi di applicazione giudiziaria; in modo da impedire condotte diverse dalla massimizzazione della remunerazione del capitale investito nella società; in modo, infine, da evitare che l'utile che i soci traggono, in qualsiasi forma, dalla società sia ripartito non proporzionalmente al capitale da essi investito.

Si potrebbe (con norma dispositiva per le società non quotate) introdurre una disciplina del conflitto di interessi di soci e amministratori che vieti operazioni in conflitto salvo che il convenuto dimostri la loro utilità per la società (cosicché non debba più essere l'attore - come oggi avviene ex artt. 2373 e 2391 c.c. - a dover provare il danno potenziale). Per le società quotate la Consob potrebbe avere il potere di stabilire categorie di atti per cui la presunzione sarebbe rovesciata, ripristinando una regola più simile a quella vigente.

Si potrebbero introdurre norme sul divieto per amministratori con poteri esecutivi e soci di controllo di concludere in proprio affari che potrebbero essere conclusi dalla società amministrata o controllata; se il controllo fosse in capo a una società, questa potrebbe essere esentata dal divieto (e ciò a tutela dei propri azionisti) se dimostrasse che l'affare è chiaramente più redditizio per sé di quanto potrebbe esserlo per la società controllata.

Si potrebbero risolvere in senso estensivo i dubbi interpretativi sulla nozione di conflitto di interessi, di danno alla società e di conflitto di interessi per conto terzi di soci e amministratori; in particolare si potrebbero qualificare come in conflitto di interessi le deliberazioni approvate da amministratori eletti da soci che si trovino in una situazione di conflitto rispetto alla deliberazione assunta.

Infine, per evitare condotte opportunistiche della stessa minoranza, potrebbe prevedersi (sulla falsariga della nuova disciplina delle fusioni) sia il potere di escludere i soci detentori dei c.d. resti in caso di operazioni di concambio di azioni (dal raggruppamento, agli aumenti o riduzioni di capitale) dietro risarcimento del valore dei resti da parte della società, sia il potere di liquidare le quote dei soci di minoranza ove queste scendano al di sotto di un determinato livello (per esempio 10 per cento).

esplicita l'esistenza di un obbligo di comportamento secondo buona fede e correttezza tra i soci in tutti i rapporti derivanti dal contratto sociale definendo in qualche misura il contenuto generale di tale obbligo. Si tratta di un obbligo già riconosciuto dalla giurisprudenza e dalla dottrina tedesca, la cui introduzione è stata recentemente suggerita anche in Italia (78). Essa consentirebbe non solo di reprimere deliberazioni assembleari abusive e condotte minoritarie di tipo ostruzionistico (si pensi alle impugnazioni assembleari pretestuose e all'attività dei c.d. disturbatori di assemblee), ma anche - sull'esempio tedesco - particolari rapporti contrattuali tra soci e società che prescindano da deliberazioni assembleari (79).

Quanto al contenuto dell'obbligo, per le ragioni spiegate altrove, sembra più confacente alle esigenze di efficienza del mercato mobiliare un divieto a ogni socio (e in particolare al gruppo di controllo) di percepire tramite le operazioni societarie una quota del profitto societario superiore alla propria quota di capitale.

La regola sembra giustificabile sia in una prospettiva di etica utilitaristica che di etica contrattualista. Una sua variante, quella della proporzione tra contributo dato alla società e profitti tratti da essa, massimizza infatti l'afflusso di capitale verso le S.p.A., quindi la ricchezza producibile da queste; è tuttavia anche la regola che sarebbe

78. Cfr. le proposte discusse da Marasà e Angelici (1992), I, rispettivamente pp. 1005 e 1113.

79. La giurisprudenza e la dottrina tedesca estendono appunto un obbligo generale di Treuepflicht non solo al voto nelle deliberazioni assembleari, ma anche a operazioni quali i prestiti dei soci alla società o i contratti tra alcuni soci e la società volti ad aggirare l'obbligo di distribuzione degli utili a tutti i soci in proporzione al loro conferimento di capitale. Cfr. Lutter (1989); per la problematica in diritto italiano, cfr. Angelici (1987), I, p. 1; Id. (1991), I, pp. 681 ss.; D'Alessandro (1987), p. 1.

pattuita se le parti concludessero un ipotetico contratto ispirato ai principi etici del contrattualismo. Nell'impossibilità di un accertamento giudiziario dell'effettivo contributo globale (in termini non solo di capitale, ma anche di impegno gestionale o di relazioni di affari) che ciascun socio fornisce alla società, sembra quindi opportuno ammettere quest'ultima versione della regola, che stabilisce un dovere di proporzionalità tra conferimento di capitale e profitti (80).

80. Cfr. Preite (1992a), pp. 195 ss. e 219 ss., ove la tesi è argomentata (pp. 214 ss.) anche de iure condito. In particolare dovrebbero essere considerate abusive tutte le deliberazioni assembleari il cui effetto sia di aumentare il valore delle azioni detenute da alcuni soci a scapito del valore delle azioni detenute dagli altri soci, tramite operazioni assembleari attinenti sia alla distribuzione della ricchezza societaria che alla distribuzione del potere societario e laddove la maggioranza assembleare non provveda a risarcire anticipatamente il danno alla minoranza: si pensi alle operazioni di raggruppamento delle azioni, a fusioni, ad aumenti di capitale, all'esclusione del diritto di opzione (pur in presenza dell'interesse della società di cui all'art. 2441 c.c.). La tesi è evidentemente discutibile de iure condito, data l'ampia discrezionalità lasciata all'interprete nella ricostruzione dei principi di correttezza e buona fede. È da notare peraltro, a conferma dell'opportunità di un qualche intervento legislativo, che da un lato non esiste una definizione di abuso (neppure di carattere generale) chiaramente dominante in dottrina e giurisprudenza, con evidente aumento del rischio sistematico per l'investitore, e dall'altro che le regole elaborate dalla giurisprudenza appaiono alquanto inadeguate. Queste mirano, infatti, salvo sentenze minoritarie, a tutelare le minoranze solo qualora il loro danno sia causato da deliberazioni prive di qualsiasi utilità per la società: così però si consentono operazioni di redistribuzione della ricchezza societaria a vantaggio della maggioranza ogniquale volta non possa escludersi un incremento anche minimo della ricchezza totale (cfr. in dottrina Gambino, 1987, pp. 8 ss. e 274 ss). Si tratta evidentemente di regola che aumenta il rischio degli investimenti nel mercato mobiliare, senza apparire necessaria per incentivare, più della regola sopra proposta, l'assunzione di decisioni incrementative della ricchezza societaria. Preferibile appare la regola proposta da Cassottana (1991), che, sulla scorta della giurisprudenza tedesca, suggerisce di considerare

È nell'ambito delle transazioni sul mercato mobiliare (e quindi nella fase di acquisto e vendita di azioni, in particolare tramite OPA) che può consentirsi a ciascun socio di lucrare il profitto corrispondente al proprio maggior contributo dato alla società, nel rispetto degli obblighi di informazione prescritti dalla legge sull'OPA e dei principi di correttezza (riconducibili essenzialmente a obblighi di informazione, di proposta di investimenti di rischiosità adeguata alle possibilità patrimoniali dell'investitore) già stabiliti dalla legge sulle SIM a carico di tutti gli intermediari finanziari (81).

2.2.3.3 L'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori

Sul piano dei rimedi, il rispetto dei vincoli suddetti dovrebbe essere garantito, da un lato incrementando le possibilità di autotutela in sede giudiziaria da parte di tutti i soci, così che la maggiore passività degli azionisti nelle società con azionariato diffuso non si traduca in una loro minore tutela; dall'altro - tema per il quale si rinvia ad altro scritto (82) - accentuando i rimedi sul piano risarcitorio e riducendo quelli sul piano dell'invalidità. L'autotu-

annullabili le deliberazioni che ledano un interesse della minoranza qualora la lesione, nella concreta fattispecie, non sia necessaria e comunque sia eccessiva rispetto all'esigenza di realizzare l'interesse della società inteso come interesse a incrementare il valore del patrimonio sociale. Anche tale regola, peraltro, soffre di una intrinseca genericità, tale da riflettersi negativamente sui rischi dell'investimento.

81. Queste ultime regole consentono la riduzione dei costi di accordo contrattuale, obbligando le parti a garantirsi reciprocamente le informazioni e i tempi necessari per un'adeguata ponderazione delle proprie decisioni e quindi consentendo a tutte di risparmiare i costi necessari a ottenere tali informazioni e tali tempi contro le resistenze di controparte. Cfr. Di Majo (1993), I, p. 289.

82. Preite, 1993b, pp. 563 ss.

tela è infatti tanto più immediatamente indispensabile (83), quanto più lunghi siano i tempi necessari perché in Italia gli investitori istituzionali acquistino un'effettiva influenza sulle S.p.A.

I rimedi risarcitori appaiono potenzialmente dotati di un superiore potere deterrente, poco strumentalizzabili a fini opportunistici, meno pregiudizievoli per la società e più coerenti con l'impostazione sin qui seguita: questa mira a fare delle minoranze non tanto dei compartecipi delle decisioni societarie quanto dei controllori, garantendo al contempo la piena tutela del valore del loro investimento (84).

83. Cfr. Mazzoni e Cerrai (1993), pp. 1 ss.

84. Il rischio di azioni ricattatorie potrebbe in ogni caso essere ulteriormente ridotto prevedendo una delibazione preliminare in sede giudiziaria della non manifesta infondatezza sia delle azioni risarcitorie sia di quelle di invalidità.

È bene precisare che il diffuso timore che la tutela delle minoranze esponga la società a rischi eccessivi di azioni pretestuose quando non ricattatorie appare giustificato rispetto alle azioni di invalidità (di cui è quindi opportuna una riduzione), ma non altrettanto rispetto a quelle risarcitorie (o a un loro rafforzamento, quale si suggerisce nel testo). Da un lato, infatti, l'azione di risarcimento non blocca la vita della società, l'esecuzione delle deliberazioni o il pieno compimento delle operazioni impugnate e quindi non crea alla società danni ulteriori rispetto a quelli connessi alla eventuale condanna: non vi è perciò alcuna indebita pressione a transigere. Dall'altro, il rischio di risarcimento per fatti colposi è assicurabile (ed è comunemente assicurato negli ordinamenti anglosassoni, spesso a spese della stessa società) e quindi riducibile a entità ragionevoli (cfr. Kraakman, 1983, p. 857, per un'analisi organica del controllo sulle società sotto il profilo dell'assicurabilità dei rischi e degli incentivi connessi). Anzi, come si spiega nel testo, le azioni meramente risarcitorie, soprattutto se promosse per danni alla società e quindi con destinazione del risarcimento a questa, offrono pochi incentivi ad agire per i singoli soci, considerato il rischio connesso alle spese legali, e quindi non hanno neppure un grado di deterrenza otti-

È indubbio che nelle società quotate o con azionariato diffuso, diversamente che nelle piccole, un primo tipo di rimedi è assicurato dall'attività di certificazione e revisione da parte di soggetti esterni nonché dai controlli della Consob e dalla sua azione di moral suasion, che va ben oltre l'imposizione di obblighi di informazione. Sembra rimanere comunque irrinunciabile arricchire le azioni risarcitorie in capo ai soci, accompagnandole con accorgimenti che ne elevino l'effetto deterrente e ne assicurino un diffuso impiego.

Sarebbe quindi opportuno estendere l'ambito sia dell'azione di risarcimento individuale ex art. 2395 c.c. che dell'azione sociale ex art. 2393 c.c. La prima potrebbe essere estesa anche nei confronti degli illeciti compiuti da altri soci, in sede assembleare o comunque di lesione della Treuepflicht; la seconda (con destinazione del risarcimento a vantaggio del patrimonio sociale e quindi di tutti gli azionisti e non solo di chi agisce in giudizio) dovrebbe poter essere promossa (sull'esempio delle derivative suit statunitensi) da ogni singolo socio, per danni causati alla società dagli amministratori o dai soci (85).

È invece dubbia l'opportunità di limitare l'esercizio di tutte le azioni risarcitorie a minoranze qualificate e tanto meno agli investitori istituzionali, se non si vogliono incentivare comportamenti collusivi tra questi e tra questi e

male; da qui la necessità di accorgimenti quali quelli che si discutono più oltre.

85. Si tratta di proposta, è il caso di ricordarlo, diversa da quella presente nell'originario Progetto De Gregorio di riforma delle S.p.A., che si limitava a prevedere un'azione di responsabilità per i danni causati da deliberazioni assembleari e non dagli atti degli amministratori. Attualmente, come è noto, l'azione di responsabilità dei soci di minoranza contro gli amministratori è limitata ai casi previsti dall'art. 2395 c.c. (di danno causato ai soci che non sia il riflesso del danno subito dalla società), mentre è discussa e prevalentemente negata persino l'esistenza di un diritto al risarcimento nei confronti dei soci di maggioranza o della società in caso di abuso di maggioranza.

il management o i soci di controllo imprenditori-capitalisti (86).

Al fine di incentivare e massimizzare l'effetto deterrente delle azioni di singoli soci, si potrebbero introdurre sanzioni civili punitive, aggiuntive al risarcimento. Sotto il profilo dell'effetto deterrente, è chiaro che il costo sociale delle condotte illecite da parte di soci e amministratori è (in termini di riduzione della fiducia dei mercati e di aumento del rischio sistematico dell'investimento) ben superiore al danno subito dal singolo investitore vittima della condotta illecita (87). Ne segue che una deterrenza adeguata si ha solo se il risarcimento del danno effettivo è accompagnato o da un'ammenda (88) o dal versamento al soggetto risarcito (sia esso il socio o, come nella derivative suit, la società) di una somma ulteriore rispetto a quella corrispondente al danno e calcolabile con un coefficiente a questo rapportato.

In particolare quest'ultimo meccanismo è idoneo a incentivare l'attivismo dei piccoli azionisti (ove almeno parte della sanzione punitiva fosse riservata all'attore), agevolando il sorgere e l'agire di minoranze organizzate (per esempio in associazioni di investitori) pur senza ricorrere al meccanismo statunitense (senz'altro più dinamico) fondato sul sistema dei contingent fees (89) e quindi sull'incentivo

86. Si ricordi che tali comportamenti sono tanto più probabili in una fase iniziale in cui il numero degli azionisti individuali in borsa è ancora scarso.

87. Cfr. nella dottrina statunitense, tra i molti, Clark (1986), pp. 153 ss.

88. Da riservare pur sempre alla competenza del giudice civile e destinabile, per esempio, a finanziare l'organo pubblico di Vigilanza.

89. Il meccanismo dei contingent fees condiziona gli onorari alla vittoria in causa; l'avvocato della parte vincente è remunerato con un prelievo sul risarcimento danni stabilito dalla sentenza e in proporzione all'entità del

ad agire al ceto forense e non direttamente agli azionisti da esso difesi (90).

Infine, una forma di rafforzamento della tutela dei soci e insieme, indirettamente, di limitazione a eventuali abusi di minoranza potrebbe consistere nella previsione della legittimazione ad agire nell'azione sociale di responsabilità ex art. 2393 c.c. anche alla Consob. Da un lato il suo promuovere giudizi contro gli amministratori potrebbe supplire all'inerzia o alle difficoltà dei soci, dall'altro il suo intervento in giudizi da questi promossi avventatamente potrebbe segnalare la temerarietà e contribuire a una rapida desistenza da parte degli attori principali (91).

risarcimento (c.d. patto di quota lite) medesimo: quest'ultimo è quindi di prassi stabilito dal giudice o dalla giuria in entità leggermente maggiorata rispetto al danno effettivo, in modo da poter ricomprendere tali onorari.

90. È chiaro il rischio di collusioni tra le associazioni ipotizzate nel testo e le società, e quindi l'inferiorità (almeno dal punto di vista delle minoranze) della soluzione proposta rispetto a quella in vigore negli Stati Uniti. Ivi l'efficacia del meccanismo delle derivative actions è affidata in buona misura al particolare sistema di remunerazione degli avvocati (descritto nella nota che precede) che vige nel loro diritto dell'illecito civile. Di fatto è il numeroso e competitivo "plaintiffs' bar" (il foro degli attori), in pratica una branca specializzata della professione forense, ad assumere l'iniziativa di queste azioni: in caso di vittoria la società viene condannata a sopportare spese legali che includono (essendo appunto ammesso il patto di quota lite) il risarcimento del rischio di perdita per l'attore e quindi compensano l'avvocato dei costi sopportati nelle cause perdute. Sono chiari peraltro anche i rischi di questa soluzione sul piano della collusione tra legali e magistratura, oltre alle sue implicazioni generali su tutto l'ordinamento giudiziario (per esempio rispetto al ruolo del difensore nel processo, alla sua etica professionale, ai suoi rapporti con il cliente e la controparte).
91. Cfr. in tema il recente scritto di Grundfest (1993), ove si ipotizza - per diritto statunitense - anche un potere regolamentare della SEC nel determinare le fattispecie (attinenti al diritto societario in senso stretto e al diritto del mercato mobiliare in generale), in cui a soci

3. Conclusioni

Lo studio muove dal presupposto della inadeguatezza (in termini di accesso al capitale di rischio e di incentivi a una gestione efficiente della grande impresa) dell'attuale modello di controllo familiare delle grandi S.p.A. italiane e dell'ordinamento societario che pienamente lo legittima (come è brevemente ricordato nella sezione 2.2.1). Viene proposto un modello alternativo (anche rispetto alle proposte finora formulate e ricordate nella sezione 2.2.2) che affida un fondamentale ruolo di sorveglianza (sul management e sull'eventuale perdurante gruppo di controllo azionario formato da imprenditori-capitalisti) agli investitori istituzionali e, in misura minore, a banche, investitori collettivi, organizzazioni del risparmio diffuso.

Tale sorveglianza, per potersi adeguatamente esplicare, richiede da un lato una disciplina incentivante dell'attività di investimento degli investitori istituzionali (delineata molto sinteticamente nel paragrafo 2.1); dall'altro, una riforma dell'ordinamento societario. Nell'approfondire quest'ultima prospettiva si sono formulate nella sezione 2.2.3 le seguenti proposte.

a) Riforma delle modalità di funzionamento degli organi amministrativi:

- introduzione del voto di lista obbligatorio per l'elezione di un consiglio di sorveglianza o del consiglio di amministrazione (a seconda della scelta per un modello dualistico o monistico di amministrazione);
- obbligo di deliberazione a maggioranza speciale (per esempio del 75 per cento) del CdS o del CdA per una serie di materie (conferimento e revoca delle deleghe; emolumenti; conferimenti di incarichi di revisione e

e risparmiatori debba essere riconosciuta un'azione per danni nell'interesse della società contro gli amministratori.

certificazione): senza di esso le minoranze qualificate di investitori istituzionali sarebbero oggi destinate a un ruolo del tutto subalterno rispetto agli attuali gruppi di controllo e non avrebbero quindi incentivo a procedere a investimenti significativi;

- preferenza per il modello dualistico di organo amministrativo, pur rilevando che anche quello monistico, come dimostra l'esperienza del board statunitense, si presta, ove adeguatamente disciplinato, a una efficace attività di sorveglianza sugli amministratori esecutivi da parte dei rappresentanti degli investitori istituzionali.

b) Riforma dei poteri degli organi amministrativi, con riferimento all'attività di sorveglianza sugli amministratori esecutivi:

- obbligo del CdS o del CdA di commissionare particolari revisioni aziendali esterne e diritto (sull'esempio tedesco) di una minoranza qualificata a procedere in proprio a ispezioni aziendali o a richiedere informazioni agli amministratori esecutivi;
- determinazione legislativa della frequenza delle riunioni del CdS o del CdA e precisazione degli obblighi di sorveglianza così da incentivare la professionalità dei sorveglianti (già favorita dal loro essere espressione di investitori istituzionali); in particolare si mira a indurre una organizzazione stabile di questi ultimi dedicata alla sorveglianza e auspicabilmente un loro operare a tempo pieno o quasi pieno.

c) Rafforzamento della tutela giudiziaria delle minoranze:

- esplicitazione del contenuto del dovere di correttezza e buona fede dei soci di maggioranza e minoranza e sua chiara estensione (sull'esempio tedesco) non solo alle deliberazioni assembleari, ma a tutti i rapporti tra soci;

- azione sociale di responsabilità (per danni alla società) promuovibile da qualsiasi socio o dalla Consob.

In conclusione, repetita iuvant, tali innovazioni non mirano velleitariamente a sostituire ex lege i tradizionali gruppi familiari di controllo. È tuttavia possibile consentire sin d'ora agli investitori istituzionali di condizionare i gruppi medesimi; si può favorire un governo secondo modalità nuove e più efficienti delle imprese di recente privatizzazione; si possono al contempo creare i presupposti per una transizione graduale, in concomitanza con l'abbandono volontario o fisiologico dei gruppi tradizionali, a una fase di controllo azionario più diffuso e più coerentemente orientato al profitto (anche al di là del breve periodo), che eviti il duplice pericolo di una eccessiva indipendenza del management o di una sua collusione con esso.

APPENDICE

Il Conseil de surveillance nell'esperienza francese

1. Introduzione

La struttura dualistica è stata introdotta in Francia con la legge n. 66-537 del 24 luglio 1966 a seguito del dibattito avviato in sede comunitaria in connessione con la prima direttiva CEE in materia societaria. Sulla base dei positivi risultati economici conseguiti dalle imprese tedesche, il legislatore francese ritiene che potesse esserci un nesso tra la struttura societaria e la performance aziendale.

Con la riforma della disciplina giuridica delle sociétés anonymes fu dunque data l'opzione alle società francesi di scegliere tra struttura monistica (con consiglio di amministrazione) e struttura dualistica (con Conseil de surveillance e Directoire), ritenuta in quel momento potenzialmente più efficiente. Il legislatore impose alle società l'obbligo di rendere pubblica la struttura scelta, ma lasciò all'assemblea la facoltà di passare in qualunque momento dalla forma monistica a quella dualistica, e viceversa, utilizzando la procedura richiesta per le modifiche statutarie (92).

Nel paragrafo 2 si esporrà la disciplina giuridica dell'organizzazione dualistica in Francia. Nel paragrafo 3 saranno presentate alcune considerazioni sulla funzionalità del modello della società a Directoire nell'esperienza francese, anche alla luce di alcune evidenze empiriche raccolte sul campo.

92. La legge del 1966 è stata poi modificata con le leggi 14 dicembre 1985, n. 85-1321, e 5 gennaio 1988, n. 88-15.

2. La normativa

La scelta della forma organizzativa non muta le funzioni svolte dall'Assemblea, che rimane comunque al centro della vita sociale non solo eleggendo a maggioranza il Conseil de surveillance ma anche approvando il bilancio annuo, decidendo della distribuzione dei dividendi, rinnovando o confermando le cariche sociali, scegliendo tra la forma organizzativa monistica e dualistica. La legge dà all'assemblea anche il potere di tracciare nello statuto sociale le competenze dell'organo amministrativo e di controllo, di dirimere le controversie e i conflitti di competenze che possono sorgere tra i due organi.

Il Conseil de surveillance è composto da un minimo di tre a un massimo di dodici membri. I membri possono essere persone fisiche o giuridiche, devono essere azionisti della società, detentori di una quantità minima di azioni determinata dallo statuto (93). I consiglieri ricevono un mandato non superiore ai sei anni (tre anni se nominati con l'atto costitutivo) rinnovabile. Non possono simultaneamente essere presenti in più di otto consigli di sorveglianza. I consiglieri sono ritenuti dei mandatari e, pertanto, sono revocabili ad nutum dall'Assemblea. I membri del Conseil de surveillance non possono far parte né del Directoire né dei Commissaires aux comptes della stessa società.

È compito del Conseil de surveillance controllare permanentemente l'attività di gestione della società che è invece di competenza del Directoire. A tal fine la legge dà al Conseil:

93. Lo statuto può anche prevedere che il Conseil comprenda, oltre ai membri eletti nel modo e nel numero descritti, rappresentanti dei dipendenti della società. Tale opzione si inquadra nella volontà del legislatore di facilitare la diffusione dell'esperienza tedesca della codeterminazione anche nelle imprese francesi.

- 1) il potere di nomina dei membri del Directoire, del presidente e dei direttori generali, se previsti. In tal modo si crea uno stretto rapporto di fiducia tra i due organismi. Il Conseil, tuttavia, non è gerarchicamente superiore al Directoire e non dispone del potere di revoca dei membri da esso stesso nominati. In caso di sopravvenuta sfiducia del Conseil nei confronti del Directoire, il Conseil può presentare una richiesta motivata di revoca dei membri all'assemblea degli azionisti;
- 2) il potere di determinare la remunerazione dei membri del Directoire;
- 3) il potere di verificare o autorizzare alcuni atti di gestione definiti dalla legge e, eventualmente, dallo statuto. In particolare, le cessioni di immobili e il rilascio di avalli, garanzie e cauzioni.

È, infine, previsto che il Conseil riceva dal Directoire una relazione trimestrale e una annuale sull'attività della società. A sua volta il Conseil deve relazionare una volta l'anno all'Assemblea sull'attività del Directoire.

I membri del Directoire sono al minimo due, al massimo cinque (94). Il numero dei membri è indicato nello statuto o dal Conseil de surveillance. I membri del Directoire devono essere persone fisiche, non necessariamente azionisti, possono avere un contratto di lavoro con la società che, tuttavia, non viene sciolto in caso di revoca dalla funzione di membro del Directoire. Per i membri del Directoire vigono limiti relativamente al numero dei mandati che possono essere accettati (95). Vi è, infine, il limite di età di 65 anni, non de-

94. Tale numero può tuttavia essere pari a uno se la società dispone di un capitale inferiore a un milione di franchi e pari a sette se la società è quotata in borsa.

95. Nel caso di mandato in qualità di membro del Directoire di un'altra società, è richiesta l'autorizzazione del Conseil de surveillance di entrambe le società.

rogabile, per svolgere tale attività. Il mandato può avere una durata compresa tra i due e i sei anni.

Le regole di deliberazione sono stabilite nello statuto. Al Directoire sono riconosciuti ampi poteri all'interno dell'oggetto sociale. Unici vincoli sono quelli stabiliti per legge, che attribuiscono determinate funzioni al Conseil de surveillance e all'Assemblea. I limiti statutari, tuttavia, non sono opponibili ai terzi.

Il Directoire dovrebbe agire collegialmente; tuttavia è possibile, in presenza dell'autorizzazione del Conseil de surveillance, ripartire tra i membri i compiti di direzione. Gli atti posti in essere da ogni membro impegnano l'organo nel suo complesso.

La società è rappresentata all'esterno dal presidente del Directoire e dai membri incaricati dal Conseil de surveillance, che assumono la qualifica di direttori generali.

I membri sono responsabili civilmente e penalmente nei confronti della società e dei terzi e possono essere oggetto di un'azione di responsabilità.

Come menzionato, i membri del Directoire sono revocabili dall'Assemblea su proposta del Conseil de surveillance ma, aggiunge la norma, solo per giusta causa. Si osservi che nel sistema monistico francese gli amministratori sono, invece, revocabili dall'Assemblea senza il vincolo della giusta causa e non possono richiedere alcuna forma di risarcimento se non in caso di revoca in circostanze vessatorie.

3. Elementi di valutazione dell'esperienza dualistica in Francia

A distanza di quasi trent'anni dalla legge istitutiva, il modello dualistico è scarsamente diffuso. Nel 1990 e nel

1992 le società a modello dualistico erano, secondo dati INSEE, pari rispettivamente all'1,4 e all'1,6 per cento del totale delle sociétés anonymes. Secondo una ricerca del Creda (Centre de recherche sur le droit des affaires de la Chambre de Commerce et de l'industrie de Paris) (96), nel 1975 esse erano pari al 3,7 per cento del totale. Alla fine del 1988, le società quotate a forma dualistica erano solo 16; non sembra emergere alcuna relazione fra struttura della società e dimensione o settore di attività.

Non è agevole individuare i motivi di uno sviluppo così stentato. Secondo alcuni giuristi, l'organizzazione dualistica è stata recepita dall'ordinamento senza che fosse mutato nella sostanza l'approccio contrattuale della disciplina societaria (97). Rispetto all'ordinamento dualistico germanico, quello francese riserverebbe troppo potere all'Assemblea, che non solo ha continuato a detenere gran parte dei poteri di cui dispone nelle società a CdA, ma è anche divenuta l'arbitro tra il Conseil de surveillance e il Directoire.

I poteri del vecchio CdA sono stati trasferiti al Directoire, che assomiglia a un Président-Directeur Général a più teste, all'interno del quale, tuttavia, il presidente tende a svolgere un ruolo egemone, frenando le funzioni collegiali dell'organo. L'organizzazione dualistica appesantirebbe dunque la gestione piuttosto che elevarne la traspa-

96. Creda (1980), p. 85.

97. Cfr. Ducouloux-Favard (1973), pp. 862 ss. L'approccio istituzionale riconosce l'esistenza di un nuovo soggetto giuridico dotato di una propria autonomia, sì da determinare una perdita di potere dell'assemblea dei soci. Infatti, nell'ordinamento tedesco i poteri degli organi amministrativi non sarebbero, in questa vena, delegati dall'assemblea ma deriverebbero direttamente dalla norma e, dal momento della loro costituzione, risulterebbero responsabili solo nei confronti della società e non più degli azionisti. Cfr. Ducouloux-Favard (1992a), pp. 862 ss.

renza e l'efficienza.

Si è inoltre osservato che non è stata recepita l'esigenza di salvaguardare a sufficienza l'autonomia del management. Nella S.p.A. francese dualistica il management è legato strettamente alla proprietà: la giurisprudenza ha riconosciuto come giusta causa, nonostante l'assenza di un'esplicita norma di legge, la divergenza tra il management e il nuovo azionista di maggioranza (98). È stato anche notato lo scarso interesse delle banche francesi a svolgere il ruolo delle banche tedesche nel consigliare il Vorstand nella gestione. Le aziende di credito francesi si limiterebbero al ruolo di intermediario fra il gruppo finanziario che gestisce la società e gli azionisti di minoranza che forniscono i fondi, senza partecipare alle riunioni del Conseil de surveillance. L'assenza della banca sarebbe particolarmente rilevante in quanto mancherebbe nel Conseil la rappresentanza di interessi alternativi all'azionista di maggioranza (come invece accade in Germania con la codeterminazione) (99). Sotto questo profilo, assume particolare rilevanza la circostanza che l'istituzione del Conseil, essendo eletto a maggioranza semplice, non contribuisce direttamente a tutelare l'interesse delle minoranze.

Abbiamo confrontato queste indicazioni con le evidenze emerse dalle interviste con i dirigenti di alcune società francesi a struttura dualistica (100). Sono emerse risposte

98. Cfr. Ducouloux-Favard (1992b), p. 125.

99. Cfr. Dictionnaire permanent de droit des affaires (1991), p. 2092.

100. Le società in questione sono: la Peugeot (holding di partecipazione), Au Printemps e Carrefour (distribuzione), Unilog (servizi informatici), Paribas (banca d'affari), e Paluel-Marmont (società finanziaria). Paribas e Carrefour hanno optato per la forma dualistica rispettivamente nel 1990 e nel 1992. Tutte sono quotate in borsa.

assai diverse sul ruolo svolto dal Conseil e dal Directoire. La normativa francese, infatti, demandando fondamentalmente all'assemblea il compito di definire le competenze dei due organi rende particolarmente flessibile l'organizzazione amministrativa dualistica .

I motivi per cui le suddette società hanno optato per il sistema dualistico sono riassumibili come segue.

- a) Quando l'azionista di maggioranza non è disponibile a gestire l'azienda o l'azionariato è molto diffuso, il modello dualistico offrirebbe una soluzione organizzativa migliore, perché consente di riservare alla proprietà la presidenza del Conseil, sorvegliando per questa via la gestione corrente regolarmente e non solo a cadenza annuale come nel caso dei controlli effettuati dall'Assemblea nel modello alternativo. Inoltre, in quest'ultimo il ruolo di consigliere nel CdA non sarebbe adeguato al peso dell'azionista di maggioranza.
- b) Il modello dualistico agevolerebbe il passaggio generazionale: i padri possono affidare ai figli la gestione nel Directoire assumendo al contempo la presidenza del Conseil.
- c) L'esautoramento indiretto della figura monocratica del President-Directeur Général tramite l'assunzione di un modello in cui è affermata esplicitamente la collegialità delle decisioni negli organi direttivi. Sotto questo profilo, le funzioni effettivamente svolte dal Conseil avrebbero in realtà scarsa rilevanza.
- d) Acquisizione di una struttura organizzativa più decentrata, in cui è possibile delegare alcune funzioni al Directoire, mantenendo un ruolo di guida strategica nel Conseil de surveillance.

Come si vede, le motivazioni addotte sono molteplici ma, in genere, strettamente limitate al piano organizzativo: nessuna fa diretto riferimento ai vantaggi offerti di per sé da una struttura adibita alla sorveglianza dell'attività di impresa. Nel complesso esse confermano le indicazioni sopra menzionate circa le difficoltà di far decollare una struttura amministrativa diversa da quella tradizionale monistica. Probabilmente, le imprese, al momento dell'opzione in favore della struttura dualistica, sarebbero disorientate anche dalla possibilità di interpretare in modo troppo ampio il ruolo del Conseil de surveillance; ciò attenuerebbe l'incisività di una delle motivazioni che ne avevano suggerito l'introduzione.

Riferimenti bibliografici

- Angelici, C. (1987), Parità di trattamento degli azionisti, in "Rivista del Diritto Commerciale", I.
- _____ (1991), Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società, in "Giurisprudenza Commerciale", I.
- _____ (1992), Su una proposta di riforma dell'art. 2247 cc.: Rapporti sociali e regole della correttezza, in "Giurisprudenza commerciale", I.
- Artoni, R. e G. Cervigni (1992), Privatizzazioni, fondi pensione e trattamento fiscale del risparmio nella politica di sviluppo del mercato dei capitali, in Rapporto IRS sul mercato azionario 1992, Milano, Il Sole 24 Ore Libri.
- Ascarelli, T. (1956), I problemi delle società anonime per azioni, in "Rivista delle Società".
- Auletta, G. (1961), L'ordinamento della società per azioni, in "Rivista delle Società".
- Baratta, P. (1992), S.p.A. su misura degli azionisti, in "Il Sole-24 Ore", 3 novembre.
- Barca, F. (1994a) Imprese in cerca di padrone. Proprietà e controllo del capitalismo italiano, Bari, Laterza.
- _____ (1994b), Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole, in Banca d'Italia, Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali, numero speciale dei "Contributi all'analisi economica".
- _____ e G. Ferri (1994), Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo: teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia, in Banca d'Italia, Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali, numero speciale dei "Contributi all'analisi economica".
- Barzaghi, A. (1988), La Francia, in Camera dei deputati, Sistemi creditizi a confronto, Roma.
- Bianchi, P. (1992), Capitalismo senza concentrazione, Bologna, Il Mulino.
- Black, B. (1991), Agents Watching Agents: The Promise and Limit of Shareholder Voice, Columbia University School of Law, Center of Law and Economic Studies, Working Paper, n. 52.

- Bleicher, K., D. Leberl e H. Paul (1989), Unternehmensverfassung und Spitzenorganisation, Wiesbaden, Gabler.
- Cadbury, A. (1990), Owners and Investors, in National Association of Pension Funds, Creative Tension, London.
- Cardilli, D., L. Pinzani e P. Signorini (1994), Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia, in Banca d'Italia, Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali, numero speciale dei "Contributi all'analisi economica".
- Cassottana, M. (1991), L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare, Milano, Giuffrè.
- Cavazzuti, F. (1992), Privatizzazione per un mercato aperto alla concorrenza, in "Il Mulino".
- Clark, R. (1986), Corporate Law, Boston, Little, Brown.
- Coffee, J. (1991), Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, in "Columbia Law Review", vol. 91.
- Creda (1980), La pratique de la société à directoire, Paris.
- D'Alessandro, F. (1987), La Seconda Direttiva e la parità di trattamento degli azionisti, in "Rivista delle Società".
- Day, K. (1992), U.S. Shareholders Take Up a New Job: Helping Executives Run the Show, in "International Herald Tribune", 4 novembre.
- De Gennaro, G. e G. Ferri (1966), Osservazioni dei commissari De Gennaro e Ferri, in "Rivista delle Società", pp. 403-14.
- Dictionnaire permanent de droit des affaires (1991), voce Administration, direction de la société anonyme avec directoire, Feuillet 125, ottobre, pag. 2092.
- Di Majo, A. (1993), La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare, in "Banca, Borsa e Titoli di Credito", I.
- Ducouloux-Favard, C. (1973), Notre société à directoire et la société allemande, in "Questions Proud'homales", ottobre, pp. 861-69.

- (1992a), L'histoire des grandes sociétés en Allemagne, en France, et en Italie, in "Revue internationale de droit comparé", n. 4, pp. 849-81.
- (1992b), Société anonyme, Aktiengesellschaft, società per azioni, Paris, Vuibert.
- Eisenberg, M. (1975), Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers, Directors and Accountants, in "California Law Review", vol. 63.
- Ferri, G. (1956), Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni, in "Rivista delle Società".
- "Frankfurter Allgemeine Zeitung" (1994), Aktionäre mit grossen Stimmenpaketen melden sich zum Wort, 1° marzo.
- Gambino, A. (1987), Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni, Milano, Giuffrè.
- Gerum, E., H. Steinmann e W. Fees (1988), Der Mitbestimmte Aufsichtsrat - Eine Empirische Untersuchung, Stuttgart.
- Gilson, R. e R. Kraakman (1991), Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors, in "Stanford Law Review", vol. 43.
- Grande Stevens, F. (1992), E io dico no al signor Rossi: resti fuori dalla stanza dei bottoni, in "Corriere della Sera", 20 gennaio.
- Grundfest, J. (1993), Disimplying Private Rights of Action under the Federal Securities Laws: The Commission's Authority, Stanford Law School, J. M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper, n. 106.
- Jaeger, P. G. (1993), Gli azionisti: spunti per una discussione, in "Giurisprudenza Commerciale", I.
- Kraakman, R. (1983), Corporate Strategies and the Cost of Legal Control, in "Yale Law Review", vol. 93.
- Lamfalussy, A. (1968), Les marchés financières en Europe, Paris, Presses Universitaires de France; trad. it.: I mercati finanziari europei, Torino, Einaudi, 1972.
- Libonati, B. (1985), La "quarta" Consob, in "Rivista delle Società".
- Locatelli, R. (a cura di) (1991), Il sistema finanziario tedesco, Bologna, Il Mulino.
- Lutter, M. (1989), Die Treuepflicht des Aktionärs, in "Zeitschrift für Handelsrecht", vol. 153.

- _____ (1994), Jedes Organisationssystem hat seine typischen Mängel, in "Handelsblatt", 24 gennaio.
- _____ e G. Krieger (1989), Rechte und Pflichten des Aufsichtsrat, Freiburg i. Br.
- Magnani, M. (1995), Le istituzioni della contrattazione salariale in Germania e in Italia: consenso ed efficienza in una prospettiva storica, in P. Ciocca (a cura di), L'economia della Germania unita, di prossima pubblicazione.
- Marasà, G. (1992), Su una proposta di riforma dell'art. 2247 c.c.: la nuova nozione di società, in "Giurisprudenza Commerciale", I.
- Marchetti, P. (1985), La costituzione di una disciplina organica del mercato mobiliare, in "Giurisprudenza Commerciale", I.
- Mazzoni, A. e A. Cerrai (1993), La tutela del socio e delle minoranze, in "Rivista delle Società".
- Mencia, J. J. (1994), La partecipazione della minoranza nella nomina degli amministratori di società per azioni: sulla possibilità di introdurre un sistema proporzionale di elezione, in "Giurisprudenza Commerciale", I.
- Mertens, H. J. (1989), in Kölner Kommentar zum AktG, Köln, Bd. 2.
- Nardoizzi, G. (1983), Tre sistemi creditizi, Bologna, Il Mulino.
- _____ e C. Vaciago (1991), Quale strategia per la Borsa italiana, in "Rivista della Borsa", n. 9.
- Oppo, G. (1961), Prospettive di riforma e tutela della società per azioni, in "Rivista delle Società".
- Piga, F. (1986), Nuovi profili dell'ordinamento del mercato mobiliare e la posizione della Consob, in "Banca, Borsa e Titoli di Credito", I.
- Preite, D. (1992a), L'"abuso" della regola di maggioranza, Milano, Giuffrè.
- _____ (1992b), Soci minori più garantiti con i sorveglianti, in "Il Sole-24 Ore", 22 ottobre.
- _____ (1993a), Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni, in Trattato delle società per azioni, Torino, UTET, vol. III, t. II.

- _____ (1993b), Investitori istituzionali e riforma del diritto delle S.p.A., in "Rivista delle Società".
- Prodi, R. (1992), Un modello strategico per le privatizzazioni, in "Il Mulino".
- Rossi, G. (1982), Trasparenze e vergogna, Milano, Il Saggiatore.
- _____ (1986), La scalata del mercato, Bologna, Il Mulino.
- _____ (1992) Privatizzazioni ed Economia, in "La Repubblica", 9 ottobre.
- Sabel, C., J. R. Griffin e R. E. Deeg (1993), Making Money Talk: Towards a New Debtor-Creditor Relation, relazione presentata al convegno "Relational Investing", organizzato da The Institutional Investor Project, Center of Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, New York, 6-7 maggio.
- Scognamiglio, C. (1991), Politica industriale e privatizzazioni, in "Rivista della Borsa", n. 10.
- Tunc, A. (1992), Le gouvernement des sociétés anonymes aux Etats Unis et au Royaume-Uni. Problèmes contemporains, relazione alle "XIVes Journées d'Études Juridiques Jean Dabin", Louvain-La Neuve, 20 novembre.
- Visentini, B. (1968), Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma, in La riforma delle società di capitali in Italia. Studi e dibattiti, Milano, Giuffrè.
- _____ (1985), I valori mobiliari, in Trattato di diritto privato, Torino, UTET, vol. XVI.
- Zysman, J. (1993), Governments, Markets, and Growth, Ithaca-London, Cornell University Press.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI “TEMI DI DISCUSSIONE” (*)

- n. 220 — *Recente evoluzione del sistema bancario americano: ci sono indicazioni per l'Italia?*, di D. FOCARELLI (marzo 1994).
- n. 221 — *Has the Post-War US Economy Deviated less from the Stable Growth Regime?*, di C. KIM e M. MANNA (aprile 1994).
- n. 222 — *La battaglia per le quote di mercato: concorrenza dinamica e spostamenti di clientela tra banche nei mercati dei crediti e dei depositi*, di R. CESARI (aprile 1994).
- n. 223 — *Measuring Money with a Divisia Index: An Application to Italy*, di E. GAIOTTI (aprile 1994).
- n. 224 — *Monetary Policy Transmission via Lending Rates in Italy: Any Lessons from Recent Experience?*, di L. BUTTIGLIONE e G. FERRI (maggio 1994).
- n. 225 — *Misure della capacità utilizzata nell'industria con i dati sull'energia elettrica*, di L.F. SIGNORINI (maggio 1994).
- n. 226 — *Confidence Costs and the Institutional Genesis of Central Banks*, di C. GIANNINI (maggio 1994).
- n. 227 — *Un'analisi empirica della relazione tra tassi del mercato interno e dell'euro lira*, di G. FERRI e A. GENERALE (giugno 1994).
- n. 228 — *The Defence of Exchange Rates in the EMS: Instruments and Strategies, 1987-1993*, di P. DEL GIOVANE (luglio 1994).
- n. 229 — *About the Level of Daylight Credit, Speed of Settlement and Reserves in Electronic Payment Systems*, di P. ANGELINI (agosto 1994).
- n. 230 — *Asymmetries and Nonlinearities in Economic Activity*, di F. FORNARI e A. MELE (agosto 1994).
- n. 231 — *L'attività cross-border delle banche italiane: una verifica empirica*, di C. BENTIVOGLI e A. GENERALE (settembre 1994).
- n. 232 — *La curva dei rendimenti dei BOT come misura dei tassi futuri attesi*, di G. GRANDE (settembre 1994).
- n. 233 — *Assicurazione dei depositi, coefficienti patrimoniali e copertura dei rischi bancari*, di F. DRUDI e R. TEDESCHI (settembre 1994).
- n. 234 — *Predicting Consumption of Italian Households by means of Leading Indicators*, di G. PARIGI e G. SCHLITZER (settembre 1994).
- n. 235 — *L'apertura di sportelli bancari dopo la liberalizzazione: andamento e determinanti*, di R. DE BONIS, F. FARABULLINI e F. FORNARI (novembre 1994).
- n. 236 — *Alternative Estimators of the Cox, Ingersoll and Ross Model of the Term Structure of Interest Rates: A Monte Carlo Comparison*, di C. BIANCHI, R. CESARI e L. PANATTONI (novembre 1994).
- n. 237 — *Capital Structure Decisions of a Public Company*, di O. HART (dicembre 1994).
- n. 238 — *La proprietà cooperativa: teoria, storia e il caso delle banche popolari*, di R. DE BONIS, B. MANZONE e S. TRENTO (dicembre 1994).
- n. 239 — *Controllo di gruppo e incentivi degli azionisti di minoranza: una verifica empirica*, di M. BIANCO, P. CASAVOLA e A. FERRANDO (dicembre 1994).
- n. 240 — *I meccanismi di funzionamento dei circuiti interni dei capitali: un'indagine empirica del caso italiano*, di L. BUZZACCHI e M. PAGNINI (dicembre 1994).
- n. 241 — *Diffusione della proprietà delle imprese fra le famiglie italiane e trasferimento intergenerazionale: alcune evidenze*, di G. D'ALESSIO (dicembre 1994).
- n. 242 — *Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia*, di M. DE CECCO e G. FERRI (dicembre 1994).
- n. 243 — *Evoluzione degli assetti di controllo: gli investitori istituzionali*, di M. BIANCO e P. E. SIGNORINI (dicembre 1994).

(*) I “Temi” possono essere richiesti a:

*Finito di stampare
nel mese di dicembre 1994
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

