

Il capitalismo italiano in evoluzione: i gruppi societari tra conflitti di interesse e sviluppo

Giacomo Bosi, Sandro Trento



DISA

Dipartimento di Informatica
e Studi Aziendali

2011/1

**Il capitalismo italiano in evoluzione:
i gruppi societari tra conflitti
di interesse e sviluppo**

Giacomo Bosi, Sandro Trento



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI TRENTO

DISA WORKING PAPER

Il capitalismo italiano in evoluzione: i gruppi societari tra conflitti di interesse e sviluppo

Giacomo Bosi – Sandro Trento

Facoltà di Economia, Università di Trento
Via Inama 5 – 38100 Trento

Abstract

Pyramidal groups, in Italy and elsewhere, represent a model of separation of ownership and control. Pyramids typically have blockholders which extract private benefits of control at the expenses of minority shareholder. This paper focuses on the Italian case where the number of pyramids is reducing but are still largely diffused. Groups are a form of entrenchment and may have negative effects on firm growth. They are characterized by conflicts of interest and self-dealing practices which reduced external financing opportunities. In this paper legal regulation of groups in Italy is discussed, which has positive aspects (art. 2497 ss. c.c.) but some weaknesses on self-dealing practices (artt. 2391 and 2391-bis c.c.). Future reforms should take into consideration the guidelines given at European level (for instance, by the High Level Group of Company Law Experts and the European Commission), which have been set aside from the political agendas of mostly European governments. Moreover, we suggest to strengthen the process of (not only formal) disclosure of relevant information to the company shareholders' as well, in order not to dismantle pyramids, but to make them "shorter" (when that is the case), more transparent and reciprocally competitive.

Parole chiave: gruppi piramidali, corporate governance, conflitti di interesse, diritto societario, operazioni con parti correlate.

JEL: G3; K22;

Il capitalismo italiano in evoluzione: i gruppi societari tra conflitti di interesse e sviluppo*

Giacomo Bosi Sandro Trento

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Cenni di analisi economica della disciplina dei gruppi di imprese piramidali. – 3. Proprietà e controllo delle imprese in Italia tra continuità e cambiamento. – 4. Gruppi di imprese e disciplina degli interessi degli amministratori societari. – 5. Prospettive di regolazione dei gruppi di imprese piramidali. – 6. (*segue*) Gruppi e operazioni con parti correlate. – 7. Conclusione.

1. Introduzione.

Il gruppo piramidale è un modello di controllo delle imprese che ha larga diffusione nel sistema economico italiano, così come in quello di gran parte degli Stati dell'Europa continentale. In questo lavoro si intende analizzare la disciplina che in Italia si occupa dei gruppi di imprese a struttura piramidale. Questa tipologia di gruppo, quotate o meno che siano le società che lo compongono, si conforma a una tecnica organizzativa che assicura una separazione tra proprietà e controllo e consente, quindi, un percorso di accrescimento dimensionale delle imprese mediante un limitato utilizzo di capitale di rischio e un forte ricorso all'indebitamento. Altre soluzioni fondate, ad esempio, sulla dispersione della proprietà, come la *public company* di stampo anglosassone, permettono una crescita dimensionale più rapida e attraverso un più ampio ricorso al capitale di rischio. Dal punto di vista dei soggetti che forniscono risorse all'impresa, va osservato che il gruppo è sicuramente una soluzione che garantisce agli azionisti di controllo, sotto diversi aspetti, come attestano studi sia economici sia giuridici, l'appropriazione di benefici. Come diremo con un grado maggiore di dettaglio, infatti, il gruppo svolge varie funzioni: tra le altre, accresce le possibilità di controllo a parità di capitale investito nell'azienda, consolida il controllo e permette spesso agli azionisti di controllo di estrarre benefici privati ai danni degli azionisti di minoranza e di altri *stakeholders* (creditori e dipendenti in particolare).

Ricerche condotte sulle caratteristiche strutturali degli assetti proprietari e di *governance* delle imprese italiane hanno spesso messo in evidenza alcuni limiti, come l'eccessiva stabilità del controllo (il pericolo di un mancato ricambio dei soggetti controllanti prima che insorgano vere situazioni di crisi aziendale), la insufficiente capacità di raccolta di capitali esterni che questi assetti producono e, quindi, i vincoli alla crescita dimensionale e alla stessa attività innovativa delle imprese. Il gruppo societario è uno dei pilastri del modello italiano di capitalismo e per questo motivo vale la pena interrogarsi sul modo in cui questo fenomeno è regolato dall'ordinamento.

L'obiettivo di chi scrive è compiere una mappatura delle disposizioni di attuale riferimento con riguardo al possibile sviluppo del più grave problema ricorrente nell'ambito societario prescelto, dato dai conflitti di interesse dei controllanti/amministratori delle imprese appartenenti al gruppo, in primo luogo. In secondo luogo, si tratta di verificare quale scenario regolativo possa delinearsi, qualora sia reputato ragionevole prefigurare ritocchi alla normativa vigente (anche sulla scorta del raffronto con dati di evidenza empirica), per

* Il presente lavoro è frutto di una comune elaborazione. Tuttavia vanno attribuiti a G. Bosi i paragrafi 4, 5 e 6; a S. Trento i paragrafi 3 e 7; a tutti e due gli Autori i paragrafi 1 e 2.

contemperare al meglio i pro e i contro tipici di assetti proprietari consolidati quali sono i gruppi piramidali italiani.

La tesi e la connessa proposta di ulteriore ricerca che, al compimento del citato processo analitico, si ritiene di sottoporre alla discussione è la seguente.

Un modo di tentare di incidere sulla costituzione dei gruppi di imprese – agendo su di un piano *micro* di riforma della disciplina in esame – è quello di aggredire il versante della *governance* interna alle società del gruppo, con specifico riguardo al “peso” dei diritti di voto che si riconosca ai proprietari di quelle società. Una strada potrebbe essere quella di ridurre proporzionalmente il diritto di voto di una società controllante una società quotata, in ragione sia della quota di partecipazione di altre società nella controllante stessa, sia di ulteriori livelli di controllo anche in caso di controllo attraverso sindacati azionari. Come avremo modo di rilevare, però, si tratta di una soluzione che presenta svantaggi probabilmente superiori ai vantaggi ad essa ascrivibili.

Un secondo modo – ugualmente “*micro*” – è rappresentato dal prefigurare forme di sottoposizione dell’approvazione di date operazioni al parere di (date minoranze qualificate di) soci, unitamente e in via coordinata al ruolo che, in questo senso, è già imputato agli amministratori indipendenti. Si tratta di una soluzione tradizionalmente avversata dalla dottrina giuridica ma che potrebbe essere ripensata alla luce delle riflessioni sia giuridiche sia economiche che qui si espongono, oltre che ai dati di evidenza empirica che certificano come il problema di cui si tratta permanga tuttora irrisolto.

Un terzo modo – su di un piano *macro* di riforma – consiste nell’imputare agli organismi di vigilanza dei mercati finanziari compiti di monitoraggio tali da evidenziare e, se non vietare, quanto meno stigmatizzare nei confronti del mercato le ipotesi in cui la costituzione di piramidi sia definibile come abusiva. Un tentativo in tal senso, per quanto timido, è incorporato nella recente disciplina delle operazioni con parti correlate, di cui pure diamo conto nel testo. Un rafforzamento di tali oneri potrebbe però sortire resistenze nel segno del sovraffollamento dei compiti di cui si responsabilizza l’autorità, con le conseguenze negative che ciò fisiologicamente comporta. Qui, s’intende, la valutazione della questione dev’essere rimessa a scelte mai semplici di politica legislativa.

Nel prosieguo del tempo e delle indagini si tratterà, inoltre, di verificare due punti: (a) se la soluzione giuridica delle operazioni con parti correlate partorita nel 2010, allorché ricorra un’attività di direzione e coordinamento di società, sia sufficientemente stringente (al momento in cui si scrive non possono essere avanzati giudizi in alcun senso, e comunque vertiamo attorno a processi di medio periodo); (b) se quella soluzione sia in grado di aderire anche alle esigenze economiche del mercato medesimo. Ossia la convinzione, che per altro è condivisa anche dalla migliore dottrina giuridica, secondo la quale i gruppi societari, come anticipato, hanno svolto e svolgono anche plurime e apprezzabili funzioni di coordinamento e rafforzamento proprietario.

Il piano di lavoro, pertanto, è il seguente. Nel § 2 si individuano le principali dinamiche intra e inter-imprenditoriali ricorrenti laddove sia costituito un gruppo di imprese a struttura piramidale, secondo una chiave di analisi che tiene in conto taluni ben noti assunti di analisi economica del diritto societario. Nel § 3 si offre una sintetica descrizione delle caratteristiche principali degli assetti proprietari e di controllo delle imprese italiane nel corso degli ultimi anni. Nel § 4 si colloca l’analisi giuridica dei termini di compatibilità tra le discipline dei gruppi di imprese e degli interessi degli amministratori societari. Nel § 5 si profilano alcune indicazioni normative prospettate dalla migliore dottrina nel merito della regolazione dei conflitti di interesse che possono scaturire entro gruppi di imprese piramidali. Nel § 6 si fa un rapido cenno alle direttrici regolative tracciate dalla più recente disciplina delle operazioni con parti correlate, nella misura in cui essa è tangente alla disciplina relativa ai fenomeni di

direzione e coordinamento, alla luce dei dati di evidenza empirica relativi alla diffusione dei gruppi piramidali in Italia e alle prospettive della loro evoluzione societaria. Il § 7 brevemente sintetizza e conclude.

2. Cenni di analisi economica della disciplina dei gruppi di imprese piramidali.

Studi recenti [Shleifer e Vishny, 1997; Claessens *et al.* 2000; Faccio e Lang, 2002] mostrano come il modello di separazione tra proprietà che prevale nella quasi totalità degli Stati è molto diverso da quello delle *public company* statunitensi descritto nel volume oramai classico di Berle e Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932). In quasi tutti gli Stati, infatti, la proprietà è concentrata e spesso la soluzione organizzativa prescelta è quella del gruppo piramidale, molto di frequente a controllo familiare.

Dal punto di vista economico, si hanno gruppi piramidali quando società giuridicamente autonome sono legate da rapporti di controllo che scaturiscono, a cascata, da un vertice comune (il c.d. proprietario ultimo). Tipicamente, il proprietario ultimo controlla le altre società mediante una società al vertice della quale non detiene il controllo totalitario (ossia il cento per cento del capitale azionario). Di fatto, però, la struttura piramidale tende a rendere oscura la natura vera degli assetti proprietari e di controllo.

La costituzione di gruppi piramidali di imprese assicura vari risultati: (a) l'effetto di contribuire a una netta separazione tra la proprietà e il controllo societario, nonché di amplificare la limitazione della responsabilità degli amministratori (b) l'effetto di ridurre il rischio d'impresa attraverso la diversificazione; (c) l'effetto di innalzare i margini di profittabilità, da parte del gruppo di comando, dei benefici privati del controllo; (d) l'effetto di ridurre i costi di transazione che inevitabilmente la società si addossa allorché ricorra a strumenti prevalentemente negoziali di rapporto con il mercato, e, in particolare, l'effetto di facilitare il finanziamento delle imprese appartenenti al gruppo mediante la costruzione di un mercato interno dei capitali; (e) l'effetto di facilitare forme di elusione fiscale.

La disciplina italiana dell'attività di direzione e coordinamento societario indubbiamente favorisce la tutela degli interessi dei *blockholders*, più di quanto protegge contestualmente i (non di rado) divergenti interessi ascrivibili agli azionisti cc.dd. esterni. Infatti, tale disciplina consente ai primi di esercitare il controllo su una dotazione patrimoniale di consistenza tanto maggiore quanto più numerose siano le società che costituiscano la piramide, in misura pertanto "moltiplicata" rispetto all'entità dei conferimenti da essi effettuati nel (solo) capitale della *holding*. La distribuzione del valore del gruppo è concentrato alla base della piramide, ove si colloca la società quotata operativa, mentre gli scalini superiori sostanzialmente fungono da struttura tale per cui, mano a mano che ci si avvicina al vertice, ogni livello superiore serve solo a controllare il cinquantuno per cento del livello inferiore. L'effetto di amplificare la limitazione della responsabilità degli amministratori e di ridurre il rischio d'impresa rappresenta evidentemente un corollario della circostanza sopra descritta, dal momento che la responsabilità sarà limitata ai mezzi propri investiti dai controllanti nella società capogruppo, mentre il correlato potere gestorio potrà essere esercitato usufruendo di una dotazione patrimoniale – come s'è detto – eventualmente di molto maggiore. Inoltre, trattandosi di una forma di controllo non agevolmente rovesciabile da scalate ostili, la limitazione della responsabilità degli amministratori è garantita anche sotto il profilo della non censurabilità dei comportamenti dei medesimi da parte del mercato. Questo esito, in altri termini, rischia di cumulare, ai citati e gravi fenomeni di opportunismo manageriale, non meno seri fenomeni di inefficienza sistemica dati dalla difficoltà di migliorare l'efficienza del gruppo per tramite del ricambio del suo controllo.

Come si chiarisce anche nella *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, emanata dalla Consob in data 9

aprile 2008, va però precisato che, affinché un gruppo piramidale possa produrre l'effetto descritto, devono ricorrere due condizioni: (i) le società interposte non devono essere tutte possedute al cento per cento dalla società posta al livello superiore, dato che, diversamente, non si avrebbe diluizione della proprietà; (ii) le società interposte devono essere al loro volta società aperte; solo in questo caso, infatti, ossia impiegando risparmio diffuso ai vari livelli della piramide, il gruppo permette agli azionisti di controllo di minimizzare l'impiego di risorse patrimoniali, senza che venga meno la possibilità di esercitare il controllo. Se, all'opposto, le società interposte fossero chiuse, l'eventuale partecipazione di azionisti di minoranza al loro capitale sarebbe da considerare più come un "fenomeno coalizionale" che come un meccanismo di separazione tra proprietà e controllo. È quasi superfluo rilevare, infine, che il gruppo piramidale rappresenta solo uno degli strumenti per realizzare la discussa separazione tra proprietà e controllo, trattandosi di forma di "separazione qualitativa delle funzioni" cui si affianca un secondo modello definibile in termini di "separazione soggettiva delle funzioni" e realizzabile affidando il controllo a manager non proprietari [Rosati 2007, 2].

Si premette che qui consideriamo i soli benefici privati pecuniari, ossia le distrazioni di ricchezza (in senso stretto) appartenente alla società, operate da parte dei soci di controllo pregiudicando principalmente i soci esterni. Nella letteratura economica si definisce *tunneling* [Johnson, La Porta *et al.*, 2000] la sottrazione di risorse aziendali a vantaggio del controllante (che spesso è anche amministratore dell'impresa stessa) e questo mediante *self-dealing* (operazioni con parti correlate al soggetto controllante) che possono includere contratti a prezzi svantaggiosi per l'azienda a favore di un'azienda di proprietà del soggetto controllante o di suoi parenti o amici.

Si tratta di una tipologia di benefici che può essere misurata valutando la differenza tra il prezzo delle azioni con diritto di voto e quello delle azioni prive del medesimo. Infatti, le prime sogliono essere raccolte da chi ha intenzione di realizzare o consolidare una posizione di comando nella società, godendo dei benefici relativi al controllo così acquisito, ciò che fisiologicamente si riflette positivamente sul prezzo di quelle azioni. Ma i benefici privati possono includere anche pratiche come l'assunzione in azienda di parenti e amici del controllante; comportamenti di eccessiva prudenza nelle scelte di investimento che finiscono per ridurre le opportunità di crescita dell'azienda (si pensi a progetti di ricerca e sviluppo particolarmente rischiosi ma dalle enormi opportunità che il controllante mette da parte) oppure pratiche di consolidamento del controllo (*entrenchment*) utilizzando risorse aziendali.

In generale, siffatte pratiche possono essere ritenute di indebito arricchimento, vanno segnalati i rischi di selezione avversa che si realizzano a danno soprattutto delle società che per la prima volta adiscono il mercato, dal momento che queste dovranno sopportare costi di segnalazione superiori alla media per offrire adeguate assicurazioni sulle buone intenzioni che nutrano nei confronti dei propri soci esterni. Al contrario, gruppi piramidali già affermati potranno godere del beneficio di essere già sufficientemente conosciuti dal mercato con riguardo a questi delicati profili gestionali, più o meno favorevole che sia il trattamento riservato dai soci di controllo di tali gruppi ai soci esterni. Ai rischi menzionati sin qui si aggiunge il pressoché inevitabile pericolo che, ove si attui l'intenzione del gruppo di controllo di appropriarsi di benefici privati pecuniari, siano contestualmente praticate politiche di *window dressing* di bilancio¹ o di *transfer pricing*² [Montalenti 2008, 329], gravemente distorsive del funzionamento del mercato mobiliare (oltre che illecite di per sé).

¹ Per *window dressing* si intende la pratica costituita dalle operazioni effettuate a ridosso della chiusura dell'esercizio allo scopo di migliorare artificialmente le posizioni di bilancio, così da fare apparire, ad esempio, più apprezzabile la *performance* di un fondo comune di investimento o più appetibile la condizione di liquidità di un bilancio bancario.

Rilevano altresì le conclusioni della dottrina per cui l'adozione di una struttura organizzativa di gruppo piramidale favorirebbe l'instaurarsi e il mantenersi delle relazioni tra le imprese del gruppo e le diverse classi di *stakeholders* che a queste facciano riferimento. Al proposito Luca Enriques scrive efficacemente che «la stabilità garantita dalla forma a gruppo è funzionale all'instaurarsi di relazioni durature di fiducia tra tali soggetti, in presenza di asimmetrie informative e di razionalità limitata, ossia di fenomeni che, rendendo possibili comportamenti opportunistici, disincentivano, *ex ante*, gli investimenti specifici necessari. In quest'ottica, la garanzia di avere nel tempo come interlocutore lo stesso gruppo dirigente dell'impresa viene valutata positivamente dal cliente o dal fornitore, in quanto pone al riparo dal rischio altrimenti sussistente che possa sopraggiungere successivamente un nuovo controllante inaffidabile o con il quale, comunque, dover instaurare *ex novo*, e costosamente, relazioni di fiducia. Ciò assume rilevanza tanto maggiore, quanto minore è il grado di coesione sociale all'interno di un'economia, ossia la propensione degli agenti ad attribuire un valore in sé alla cooperazione e al rispetto degli accordi impliciti» [Enriques 1997, 706]. La citata stabilità del controllo, consecutiva all'adozione di una struttura di gruppo piramidale, dovrebbe garantire, altresì, la riduzione dei costi di transazione associati alle pratiche di credito. Ciò avverrebbe soprattutto nella misura in cui la banca possa scongiurare il rischio che un cambiamento degli assetti proprietari dell'impresa affidata comporti la necessità di re-instaurare rapporti fiduciari con date controparti, che probabilmente “provverranno” da relazioni di clientela con altre banche, e con le quali è plausibile che si producano condizioni di asimmetria informativa.

D'altro lato, però, va tenuto conto del fatto che strutture proprietarie che favoriscono l'estrazione di benefici privati del controllo da parte dei soci controllanti a scapito dei soci di minoranza finiscono per ridurre le opportunità di finanziamento dall'esterno dell'azienda, ossia del finanziamento con capitali che non provengono dai medesimi controllanti. Il rischio di espropriazione rappresentato dai benefici privati del controllante disincentiva eventuali investitori a sottoscrivere azioni della società in questione o anche i creditori a fornire capitale di debito. Di solito, infatti, le strutture piramidali sono sottovalutate nei mercati di borsa rispetto a società con strutture meno complesse per via della loro minore trasparenza informativa e del rischio di espropriazione da parte dei soci controllanti.

Le strutture di gruppo piramidali sono diffuse in quasi tutti gli Stati il cui sviluppo economico possa dirsi capitalisticamente avanzato. Gli Stati Uniti rappresentano forse l'eccezione più nota ed eclatante a questo assetto proprietario, diversamente diffuso a livello globale. Tra le ragioni giustificatrici di tale evidenza empirica si menzionano principalmente le seguenti. Anzitutto, il regime della tassazione ivi vigente, frequentemente descritto come tale da scoraggiare la costruzione di piramidi. L'intervento legislativo del 2003, volto a contenere la doppia imposizione fiscale, ossia sui redditi imprenditoriali in capo alle società nonché sulle persone fisiche che ne siano soci, non è stata concessa in relazione a tutti i redditi societari, con lo scopo precipuo di disincentivare il ricorso alle strutture piramidali. Specificamente, «l'esenzione totale è stata prevista unicamente se la società a monte controlla una quota piuttosto elevata del capitale della partecipata, maggiore dell'80 per cento.

² Per *transfer pricing* si intende la pratica di “aggiustamento” che sia operata tra i corrispettivi applicati alle operazioni commerciali o finanziarie che intercorrano tra società controllate costituite in Stati diversi. Può infatti accadere, ad esempio, che la società Alfa, costituita in un ordinamento che preveda un'elevata pressione fiscale, acquisti beni o servizi dalla controllata Beta, costituita in un ordinamento in cui all'opposto viga una modesta pressione fiscale. Allo scopo di concentrare il più possibile l'utile nello Stato a più bassa pressione fiscale, la società multinazionale potrà imporre un prezzo elevato di vendita dei beni o servizi, in modo che il profitto si concentri in questo Stato.

L'esenzione è invece pari solamente all'80 per cento del dividendo percepito, se la quota di controllo è superiore al 20 per cento, o al 70 per cento dello stesso, se la quota di controllo è inferiore. In genere la quota esente è comunque alquanto inferiore a quella italiana (95 per cento) indicando il trattamento di sfavore riservato ai dividendi intra-societari statunitensi. Questa è probabilmente una delle principali cause del fenomeno negli Stati Uniti» [Mengoli-Sandri 2007, 2-3]. Si tratta di una spiegazione largamente condivisa ma soggetta, altresì, a motivate obiezioni.

Merita, allora, prendere in considerazione altre contingenze storiche e altre cause, di natura tra loro differente e, a dire il vero, non sempre facilmente identificabili nei propri effetti se non sulla scorta di un'analisi di carattere macroeconomico. Anche così, non si può che rilevare come la scarsa diffusione di gruppi piramidali paia essere dipesa da scelte di accentramento proprietario, realizzate soprattutto per il tramite di operazioni straordinarie di fusione, da un lato, e da fenomeni di insolvenza che si abbattono, in modo particolare, su queste particolari entità societarie, d'altro lato. Già negli anni del Novecentoquaranta, ad esempio, i complessi imprenditoriali di cui si tratta sarebbero stati indotti alla semplificazione o all'integrazione societaria, senza che, in ciò, apparentemente giocasse un ruolo decisivo la doppia tassazione dei dividendi di cui s'è detto. Se questo è vero, lo stesso esito argomentativo dovrebbe essere desunto guardando a decenni molto più recenti, e si potrebbero aggiungere ulteriori conclusioni. Infatti, dal momento che l'analisi empirica testimonia che nell'anno 1995 si riscontravano percentuali significative di partecipazioni di controllo superiori al 5 per cento del capitale delle *public companies* statunitensi, ci si è chiesti perché assetti proprietari siffatti non siano stati convogliati entro strutture piramidali. Secondo Steven A. Bank e Brian R. Cheffins l'efficienza del mercato dei capitali e l'accesso a questi rilevarebbe più che altri fattori, eminentemente regolativi (in questo caso, di legislazione fiscale). Mercati finanziari liquidi e dinamici come quelli statunitensi avrebbero, pertanto, scoraggiato la costruzione di piramidi in misura superiore alle variabili citate per prime; al contrario, i gruppi piramidali tenderebbero a riemergere, nella prassi societaria, in condizioni di scarsità di risorse di capitale di rischio, dal momento che «*[t]he underlying logic is that, while corporate pyramids languish when capital markets are well developed, pyramidal structures can thrive if capital is scarce because prosperous and well-regarded entrepreneurs and family groups can use their "brand name" to back promising ventures successfully*» [Bank-Cheffins 2010, 41 ss. (e ivi 57)].

3. Proprietà e controllo delle imprese in Italia tra continuità e cambiamento.

Come già osservato nel paragrafo precedente, in gran parte degli Stati la proprietà delle imprese è concentrata e, spesso, il modello utilizzato per esercitare il controllo è quello del gruppo societario.

In generale, un adeguato sistema di governo delle imprese dovrebbe garantire nel tempo che le imprese siano controllate dai soggetti più adatti, quelli in altri termini che hanno il talento e il capitale umano migliore rispetto alle caratteristiche dell'impresa (alla sua tecnologia, al suo settore di appartenenza, al suo modello organizzativo, ai suoi rapporti con gli *stakeholders*). Inoltre, un efficiente sistema di governo societario dovrebbe far sì che chi controlli l'impresa abbia i giusti incentivi per investire nel capitale umano specifico rispetto all'impresa stessa e che abbia adeguato accesso ai finanziamenti esterni indispensabili per farla crescere. Gli obiettivi appena descritti possono essere però tra loro in contrasto. La stabilità del controllo può essere necessaria per fornire gli incentivi al controllante per fare gli investimenti in capitale umano specifico. Tuttavia, per assicurare che nel tempo l'impresa sia controllata dai soggetti più capaci di massimizzarne il valore può essere indispensabile che tale stabilità non sia eccessiva; ossia, serve una certa possibilità di ricambio del controllo

stesso. I finanziatori esterni dal canto loro avranno bisogno di garanzie e protezioni che a volte possono ridurre la certezza del controllo sull'impresa da parte del controllante. Esistono quindi molteplici soluzioni che si fondano su diverse combinazioni di regole e istituzioni che a loro volta producono equilibri differenti tra i vari obiettivi appena descritti. E' difficile stabilire se un modello di governo delle imprese è "migliore" rispetto a un altro se non si tiene conto di molti fattori, tra i quali l'ambiente istituzionale nel quale esso è inserito.

Una letteratura recente cerca di identificare un nesso tra grado di protezione degli azionisti e grado di diffusione della proprietà [La Porta *et. al.*, 1997 e 1998]. In particolare, se vi è forte separazione tra proprietà e controllo occorre allineare gli obiettivi del controllante a quelli dei soggetti che forniscono finanziamenti, interessati alla massimizzazione del valore dell'impresa. Se queste garanzie non sono considerate sufficienti, l'azienda non sarà in condizione di raccogliere fonti di finanziamento adeguate e si troverà di fronte a vincoli alla sua crescita dimensionale. Per favorire la raccolta di capitali sotto forma di capitali esterni e diffusi saranno quindi necessarie tutele per gli azionisti di minoranza che implicano vincoli alla libertà di azione del soggetto controllante, che possono ridurre la stabilità del controllo e i suoi incentivi. L'opacità dei gruppi societari, le possibilità di conflitti di interessi (*tunneling* e *self dealing*) e in generale il pericolo di espropriazione ai danni degli azionisti di minoranza riducono le possibilità di sviluppo delle imprese organizzate nel gruppo stesso.

Nei primi anni Novanta furono svolte in Italia le prime analisi quantitative volte a capire le peculiarità degli assetti proprietari e di controllo delle imprese italiane. Si scoprì in quegli anni che la proprietà delle imprese non quotate era relativamente concentrata: l'azionista principale deteneva in media poco più del sessantasei per cento delle azioni. Le persone fisiche detenevano in particolare una quota significativa, pari al quarantuno per cento e i gruppi erano molto diffusi, infatti le holding detenevano il trentacinque per cento delle azioni [Barca, Bianco *et al.* 1994]. Nella proprietà delle imprese non quotate risultavano assenti gli intermediari finanziari e le banche. Gli assetti proprietari delle imprese quotate non erano molto diversi da quelli delle società non quotate. Anche in questo caso, infatti, il principale azionista aveva una quota di azioni di maggioranza assoluta pari in media al 54,7 per cento del capitale. Prevalente la presenza di azionisti ultimi costituiti da persone fisiche spesso legate da vincoli di parentela, forte la presenza dello Stato nella proprietà delle banche e delle società quotate e molto rilevante la forma organizzativa e di controllo rappresentata dai gruppi societari, piramidali.

Le analisi dei primi anni novanta individuavano la più importante inefficienza del sistema italiano di governo delle imprese nella insufficiente tutela degli investitori rispetto ai principali paesi avanzati [Barca, Bianco *et al.* 1994; Associazione Disiano Preite, 1997]. Del resto, in Italia i benefici privati derivanti dal controllo risultavano molto elevati riducendo gli incentivi per gli azionisti di riferimento ad aprire la compagine societaria e ad accrescere la diffusione della proprietà, e d'altro lato, rendeva poco interessante investire risorse nelle imprese per soggetti non controllanti.

Molto spesso le famiglie controllanti adottavano il modello di controllo fondato sul gruppo piramidale per accrescere la capacità di controllo a parità di capitale investito, per ridurre il rischio di scalate ostili, per accrescere le opportunità di carriera manageriale per i membri della famiglia. I gruppi piramidali, d'altro lato, si caratterizzavano per una notevole opacità informativa e quindi riducevano nei fatti le opportunità di raccolta di capitali esterni. Nel complesso il sistema italiano finiva per caratterizzarsi per un mercato di borsa asfittico, con scarsa domanda di quotazione da parte delle imprese, per lo più controllate da pochi azionisti; per modelli proprietari incentrati sulle piramidi e sugli incroci azionari tra vari e società, al fine di rafforzare il controllo; per un fitta rete di legami connessi alla presenza di stessi

soggetti in molti consigli di amministrazione (*interlocking directorates*) [Ferri e Trento, 1997].

A differenza di molti altri sistemi dell'Europa continentale nella proprietà dei gruppi societari italiani non erano presenti in modo rilevante le banche e altre istituzioni finanziarie. Questo è un elemento di forte peculiarità degli assetti proprietari delle imprese italiane. Uno dei tratti strutturali del capitalismo italiano era in generale l'eccessiva stabilità del controllo in base alla quale soggetti inadeguati restavano al comando delle imprese per troppo tempo riducendo le opportunità di crescita dell'impresa stessa e in alcuni casi conducendo alla crisi e al fallimento l'azienda. Come noto, il quadro normativo in Italia tuttavia ha conosciuto a partire dal 1992-1993 un profondo processo di riforma. Il diritto bancario è stato cambiato con il Testo unico del 1993, le norme finanziarie sono state modificate col Testo unico sulla finanza, si è introdotto un codice di *corporate governance*, poi un nuovo diritto societario e una legge per la tutela del risparmio. I cambiamenti nella normativa avvenuti in Italia sono stati accompagnati da un vasto piano di privatizzazioni che hanno condotto alla vendita di molti gruppi pubblici. Ricerche condotte nei primi anni Duemila hanno registrato tuttavia mutamenti molto ridotti negli assetti proprietari delle imprese italiane [Bianchi, Bianco, *et al.* 2005]. La proprietà delle imprese non quotate è rimasta molto concentrata, la quota del primo azionista infatti è in media pari al 67,7 per cento del capitale delle imprese non quotate.

Sul fronte dei gruppi tuttavia si sono osservati alcuni cambiamenti. Da un lato, infatti, le strutture piramidali si sono abbreviate come dimostrerebbero l'incremento delle quote azionarie detenute dalle *holding* e la diminuzione delle quote attribuibili alle società non finanziarie che costituiscono i livelli intermedi dei gruppi [Bianchi, Bianco *et al.* 2005]. Si sono avute anche delle trasformazioni negli strumenti utilizzati per garantire o rafforzare il controllo. Si è ridotto il numero di imprese appartenenti a gruppi, la quota di imprese inserite in gruppi è scesa al quarantasette per cento nel 2007 dal cinquantasei per cento del 1993 [Banca d'Italia, 2009]. Nei gruppi quotati, sono diventati più frequenti coalizioni di azionisti formalizzate da patti di sindacato, presenti nel dodici per cento delle società italiane. L'uso di patti di sindacato si associa spesso a clausole statutarie che introducono vincoli alla circolazione delle azioni, presenti nel quarantasette per cento delle società [Banca d'Italia, 2009]. La presenza di patti di sindacato sembra essere più frequente nelle società più grandi e quando nella proprietà sono presenti banche e/o soggetti esteri. Al posto di lunghe catene azionarie tipiche dei vecchi gruppi societari si adottano forme di controllo meno stabili come i patti e le clausole statutarie.

A distanza di dieci anni, rimane modesta la presenza di istituzioni finanziarie e di banche nella proprietà dei gruppi societari italiani (quotati e no), segno che le riforme nel diritto bancario e finanziario non hanno esercitato una spinta sufficiente. L'assenza delle banche nella proprietà delle imprese riduce la capacità di monitoraggio diretto che le banche stesse hanno sull'attività e sulla gestione dell'impresa finanziata. In altri paesi europei infatti le banche forniscono alle imprese non solo finanziamenti ma anche una serie di servizi di consulenza e di controllo.

Il capitalismo italiano dopo un decennio di riforme normative continua ad essere un capitalismo personale e familiare ma un po' meno cristallizzato rispetto al passato. I patti di sindacato infatti possono rompersi e rendono quindi meno stabile il controllo rispetto alle piramidi del passato. Le riforme adottate nel nostro Paese nel decennio 1993-2003 hanno sicuramente accresciuto il grado di protezione degli investitori. Una prova del raggiungimento di questo risultato è fornita da vari fenomeni: dal calo nel premio al controllo che viene stimato con riferimento alle società italiane; dalla presenza e dal maggiore attivismo degli investitori istituzionali stranieri e dal più elevato grado di adesione ai codici di *corporate governance* da parte delle società italiane.

Con riferimento al periodo 1992-2007, Ivanschenko e Koeva Brooks [2008] osservano che il premio al controllo misurabile nel caso di trasferimenti del controllo di società italiane è sceso a circa il 20 per cento partendo da un livello del 46 per cento, tra i più alti d'Europa.

Nel complesso tuttavia permane nel nostro Paese una situazione di scarsa contendibilità del controllo delle imprese che si traduce in problemi industriali. Le imprese italiane, infatti, da anni perdono competitività, questo anche per via della loro ridotta dimensione e per la specializzazione in settori maturi [Onida, 2004; Banca d'Italia, 2009]. La crescita delle imprese del resto è fortemente limitata dalla capacità di controllo degli imprenditori e delle loro famiglie. Le imprese italiane infatti sembrano crescere fino al punto in cui la famiglia controllante è in condizione di esercitare anche la gestione; per timore di dover diluire il controllo o di poterlo perdere infatti sono moltissime le imprese che preferiscono rinunciare alla quotazione e ricorrono per lo più al debito bancario quale forma di finanziamento. Questa "ossessione del controllo" si manifesta anche nella diffusione dei gruppi piramidali, negli incroci azionari, nel vasto uso di patti di sindacato e di clausole statutarie. L'industria italiana non solo è caratterizzata da dimensioni aziendali medie molto piccole ma anche da una specializzazione settoriale che da molti anni non muta e che è sempre più esposta alla concorrenza dei produttori localizzati nei paesi a minor costo del lavoro. L'eccessiva stabilità del controllo riduce nel medio termine le opportunità di entrata nel settore industriale di nuove risorse e capacità imprenditoriali. Le possibilità di spostare risorse industriali dai settori maturi a quelli a maggiore contenuto tecnologico infatti sarebbero maggiori se fosse più agevole l'ingresso, alla guida delle imprese, di nuovi soggetti più adatti a gestire le tecnologie più moderne, più capaci di riorganizzare le imprese. I soggetti che in passato hanno fondato le imprese e le hanno fatte sviluppare potrebbero, in altri termini, non essere più i migliori soggetti capaci di favorire la transizione tecnologica e organizzativa richiesta dal nuovo contesto competitivo.

Le strutture piramidali che in passato possono aver costituito una soluzione utile per un sistema economico povero di capitali e specializzato in settori tradizionali potrebbero oggi costituire un freno alla crescita ulteriore delle imprese e alla riallocazione delle risorse e dei talenti imprenditoriali verso nuovi settori e verso nuove soluzioni organizzative.

4. Gruppi di imprese e disciplina degli interessi degli amministratori societari.

Nel merito giuridico della questione rappresentata dal prodursi di conflitti di interesse nei consessi decisionali compresi entro i confini societari di un gruppo di imprese, si pongono almeno tre questioni di non indifferente incertezza esegetica. Tra queste la prima, in particolare, spicca per complessità e per la varietà delle proposte interpretative che ha suscitato.

Si tratta delle questioni seguenti: (a) i termini sistematici e funzionali del rapporto tra l'applicazione delle norme sugli interessi degli amministratori e quella delle norme sul ruolo di direzione e coordinamento di società; (b) le ambiguità operative che possono discendere dall'obbligo di astensione dell'amministratore delegato nelle ipotesi di operazioni intragruppo; (c) la valenza del concetto di danno potenziale e il nuovo ruolo – se di ciò possa parlarsi – che debba eventualmente ascrivere al collegio sindacale di una società capogruppo.

Sotto il primo e principale profilo, che per il momento possiamo schematizzare chiedendoci più semplicemente in che termini, allorché ricorrano situazioni di direzione e coordinamento, rilevi il problema dell'applicazione della normativa sulla disciplina degli interessi degli amministratori (con particolare riguardo, qui, agli interessi delle società controllate), si riscontrano risposte dottrinali di segno positivo, ma anche prese di posizione in senso opposto.

Esaminiamo, anzitutto, l'orientamento secondo cui le due discipline realizzano finalità non coincidenti in tutto e per tutto, a partire da presupposti parzialmente differenti. Secondo tale approccio esegetico, la disciplina sui gruppi d'impresе s'incentra sulla responsabilizzazione *ex post* della *holding* per le ipotesi di violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, laddove la disciplina sugli interessi degli amministratori s'incentra sui vincoli da rispettare *ex ante* nel merito del procedimento decisionale dell'organo di gestione.

Sulla scorta di questa distinzione, Marco Ventoruzzo (insieme ad altri) può affermare che «la circostanza che gli artt. 2497 ss. legittimino – entro certi limiti e salvo il risarcimento dei danni – l'attività di direzione e coordinamento posta in essere dalla società capogruppo, non pare sufficiente ad escludere l'applicazione dell'art. 2391, disposizione volta a tutelare, *anche nell'interesse della capogruppo*, la correttezza del procedimento decisionale seguito dagli organi amministrativi di *tutte* le società del gruppo. (...) [L]a disciplina contenuta negli artt. 2497 ss. è dettata a tutela degli azionisti e dei creditori della società *soggetta* a direzione e coordinamento (ossia della società, nella maggioranza dei casi, *controllata*); l'art. 2391 al contrario tutela la stessa *capogruppo* rispetto ad operazioni decise in presenza di un amministratore interessato» [Ventoruzzo 2005, 470].

Chiarito, dunque, che le finalità delle due discipline divergono, occorre ulteriormente soffermarsi sul concetto di interesse rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina sugli interessi degli amministratori. Con riguardo alla dimensione di gruppo, la riflessione su questi aspetti risulta complicata dal fatto che, a fronte di un'evidente molteplicità degli interessi in gioco (di società controllante e controllate), in dottrina vi è, da un lato, chi riconosce fenomeni di sovrapposizione solo parziale dei medesimi; d'altro lato, vi è chi argomenta a favore della sicura riconducibilità degli interessi delle società controllate all'interesse del gruppo nel suo complesso.

Si tratta di una divergenza interpretativa che, come ormai dev'essere chiaro, non può non produrre conseguenze significative sulle soluzioni da ammettere circa la disciplina applicabile. Infatti, chi ragiona nel primo senso che si è prospettato giunge alla già commentata conclusione secondo cui l'applicazione dell'art. 2391 c.c. s'impone a prescindere dalla circostanza che sia possibile ricomprendere l'interesse perseguito da un amministratore nel novero degli interessi di gruppo. All'opposto ragiona chi muove da premesse contrarie, reputando così che l'art. 2391 c.c. possa non applicarsi quando si riscontri, nella medesima operazione, la coincidenza tra l'interesse dell'amministratore e l'interesse del gruppo.

In termini generali, non è irragionevole chiedersi se il complesso della disciplina *ex art.* 2497 e ss. c.c. argini adeguatamente i rischi di conflittualità degli interessi nelle decisioni attinenti a operazioni intragruppo. Nel novero della seconda proposta interpretativa, che alla domanda riportata risponde positivamente, si è rilevato come la non applicazione della normativa sugli interessi degli amministratori di società soggette a direzione e coordinamento possa essere attuata a buon diritto tenuto conto l'obbligo di motivazione discendente dall'art. 2497-ter.

Va subito precisato che quest'ultima costituisce una tesi non unanimemente condivisa. Difatti, è stato fatto presente che, per quanto emerga inequivocabilmente coerenza funzionale, «non vi è alcuna sovrapposizione tra gli obblighi previsti dalle due norme (art. 2391, comma 2, ed art. 2497-ter). La disciplina degli *interessi degli amministratori* prevede, infatti, obblighi di *disclosure* preventiva, che in questo contesto mirano a render trasparente, non solo nella società controllata *ma anche nella società controllante (capogruppo)*, il procedimento decisionale interno al consiglio di amministrazione onde prevenire l'incidenza di interessi di taluno dei suoi componenti sulle decisioni attinenti ai rapporti infragruppo (...). L'obbligo di motivazione contemplato dall'art. 2497-ter, per converso, è strettamente funzionale ad una valutazione *ex post* dell'effettiva sussistenza di pregiudizi per soci esterni e creditori *della*

sola controllata (...)» [Santagata 2009, 324-325]. Tra le due norme, pertanto, dovrebbe essere ravvisata una relazione peculiare com'è quella che lega disposizioni sottese da *ratio* differenti che – purtuttavia – incidono su un medesimo ambito, e tale relazione pare possa essere espressa nei termini di una reciproca e significativa complementarità.

Inoltre, e sopra ogni altra ragione, si è nitidamente evidenziato l'argomento secondo il quale, per negare l'applicabilità dell'art. 2391 c.c. ad operazioni nelle quali l'interesse dell'amministratore coincida con quello del gruppo, è anzitutto necessario convenire su due assunti: «(a) (...) che l'interesse di gruppo sia qualcosa di reale e non una vuota formula retorica; (b) (...) che l'interesse sociale comprenda in sé l'interesse di gruppo» [Enriques (e Pomelli) 2005, 761]. Tale conclusione sarebbe però contestabile, dal momento che il legislatore non ha esplicitato una nozione di interesse di gruppo, ciò che renderebbe inevitabile respingere la più drastica – e forse semplicistica – opinione secondo la quale in tutti i casi in cui gli amministratori nominati dalla controllante debbano deliberare operazioni che assecondino politiche di gruppo, pregiudicando una o più controllate, essi dovrebbero essere sottoposti alla disciplina sul conflitto di interessi.

Seguendo una linea argomentativa non dissimile da quelle esposte da ultimo, una tesi che può dirsi intermedia è proposta da chi – come Umberto Tombari – motiva l'applicabilità della disciplina a tutela dal conflitto di interessi intragruppo nella misura in cui detto conflitto sia configurabile come “episodico” e, perciò, di non ordinario accadimento. Si tratta di opinione che – com'è stato correttamente chiosato [Ventoruzzo 2005, 472] – indirettamente prende atto della possibilità che l'amministratore di una controllata, che intenda assumere una decisione nell'interesse della propria società, non sia sempre imputabile di conflitto *ex art.* 2391 c.c. Se si accoglie questa prospettiva, precisione esegetica impone di condividere altresì il principio più generale, richiamato citando l'analisi di Luca Enriques, per cui l'interesse della società controllata resta distinguibile da quello di gruppo, e che, pertanto, la disapplicazione dell'art. 2391 c.c. possa essere consentita solo a seconda del contenuto dell'operazione, ossia sulla base di una valutazione da compiersi caso per caso.

Sotto il secondo profilo, attinente agli effetti preconizzabili come conseguenza dell'obbligo di astensione dell'amministratore delegato, nelle ipotesi in esame in cui ricorrano operazioni intragruppo, si tratta di verificare quale soluzione operativa possa essere sensatamente individuata onde impedire che si producano stalli decisionali inaccettabili per via dell'applicazione rigorosa dell'art. 2391 c.c., nei termini esposti *retro* nel testo. Sul punto merita di essere di nuovo ricordata, sopra tutte, l'opinione di Luca Enriques, secondo il quale è bene che le operazioni intragruppo siano sottoposte a deliberazione del comitato esecutivo (ovvero a un gruppo ristretto di amministratori, tra cui eventualmente anche l'a.d.), in modo tale da evitare di dover convocare il consiglio nel suo complesso in ogni circostanza in cui si profili una ricorrenza di interessi in conflitto [Enriques (e Pomelli) 2005, 767]. Si noti che in linea con tale posizione muove Marco Ventoruzzo, laddove ipotizza il ricorso allo strumento delle deleghe gestorie, rispettivamente, all'amministratore delegato, e in via preventiva, così che questi possa concludere operazioni intragruppo a condizioni di mercato, ovvero, per il compimento delle medesime operazioni, a uno o più dirigenti della capogruppo, qualora si trovino nella condizione di non essere vincolati da legami con le società controllate.

Sotto il terzo e ultimo profilo, ossia con riguardo al concetto di danno potenziale, è agevole constatare come il recepimento della teoria dei vantaggi compensativi, nell'ordinamento italiano, consente di ritenere esistente tale danno allorché non si dia prova della citata compensazione, tenendosi conto di ogni contropartita che possa equivalere, direttamente o indirettamente, alle condizioni di sfavore contrattuale che la società controllata sia forzata ad accettare. Parrebbe, cioè, lecito e opportuno, per quanto attiene all'elemento del danno di cui si discute, interpretare le disposizioni di cui all'art. 2391, terzo, quarto e quinto comma, c.c.

«non isolatamente ma alla luce dei nuovi principi immessi nel sistema in materia di gruppi ed in specie alla luce del criterio dei c.d. vantaggi compensativi enunciato nell'art. 2497, primo comma, ultima parte, c.c.». Secondo Umberto Tombari, le medesime conclusioni dovrebbero valere «anche con riferimento all'identificazione del 'danno potenziale' ricollegato ad una delibera assembleare di una s.p.a. "dipendente" assunta con il voto determinante della capogruppo in conflitto di interessi; in altri termini, anche l'art. 2373, primo comma, c.c. deve essere interpretato, nell'ambito di una s.p.a. eterodiretta, alla luce del principio contenuto nell'art. 2497, primo comma, ultima parte c.c.» [Tombari 2010, 115-116].

Occorre chiedersi, infine, se l'introduzione nell'ordinamento societario italiano di una siffatta disciplina dei gruppi conduca a modifiche nelle responsabilità imputabili all'organo di controllo interno delle società capogruppo. Sul punto è ancora Tombari ad avere sottoposto al dibattito dottrinale una tesi convincente, secondo la quale l'organo di controllo della *holding* non rivestirebbe anche il ruolo di organo di controllo del gruppo e, perciò, esso non sarebbe tenuto in alcun modo a verificare la legittimità dei comportamenti degli amministratori delle società coinvolte. Tale organo sarebbe tenuto, invece, a scrutinare la liceità dell'attività di direzione e coordinamento nei limiti in cui questa sia realizzata dagli amministratori della capogruppo, in qualità di destinatari esclusivi della sua attività di sorveglianza.

A partire da tali considerazioni di buon senso pratico, l'autore può ricondurre i termini della questione a una schematizzazione concettuale di portata più generale, tale per cui sembrerebbe potersi affermare che «il potere-dovere di controllo c.d. di legittimità del collegio sindacale di una s.p.a. capogruppo si distingue dal corrispondente potere-dovere del collegio sindacale di una s.p.a. autonoma né per *funzione* (che consiste sempre in una verifica della conformità ai principi di legge dell'azione degli amministratori), né per *struttura*, la quale si articola sempre in un momento ricognitivo, valutativo e dinamico-comminatorio». Pertanto divergerebbe (ma solo in parte) «la *tipologia dei comportamenti oggetto del controllo, i contenuti specifici*: e ciò in conseguenza del fatto che gli amministratori di una s.p.a. capogruppo sono investiti di specifiche funzioni (l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento)» [Tombari 2010, 121].

5. Prospettive di regolazione dei gruppi di imprese piramidali.

La teoria dei vantaggi compensativi consacrata dalla riforma del diritto societario del 2003 rappresenta la soluzione adottata nel nostro ordinamento – non andata esente da censure anche severe – ai citati problemi regolativi. Riprendiamo in sintesi le principali ragioni che hanno motivato tale opzione normativa e talune perplessità dottrinali suscitate dalla medesima.

Tra le ragioni che stanno alla base dell'introduzione di tale teoria vi sarebbe quella per cui, ove in sede di applicazione della disciplina del conflitto di interessi alle operazioni intragruppo non fosse possibile computare i benefici derivanti agli azionisti esterni dall'appartenenza al gruppo, questi ne trarrebbero vantaggio senza sopportarne i relativi costi, con ciò ingenerandosi un fenomeno di iniquità distributiva. Più in generale, la teoria dei vantaggi compensativi consentirebbe di garantire elasticità alle politiche di gruppo, al contempo ponendo un argine alle pratiche di depauperamento delle società controllate. Per ottenere tale risultato, sarebbe opportuno applicare detta teoria con un'attenzione specifica ai termini di razionalità e di coerenza con la strategia di gruppo di ogni decisione societaria, ancorché pregiudizievole, nel far ciò potendosi valutare gli effetti su piani economici differenti, in tempi anche diversi rispetto a quelli della decisione, e applicando parametri non necessariamente proporzionali né rigorosamente quantitativi [Montalenti 2002, 239-240]. In questo modo si otterrebbero i migliori risultati possibili dall'uso di uno strumento regolativo realistico (quanto ai caratteri della fattispecie), flessibile ed equilibrato (quanto ai termini della sua applicazione), controllabile (quanto agli obblighi di *disclosure* che esso

contestualmente prescrive) e coerente (quanto alla relazione con la tradizione giuridica dell'ordinamento italiano, che tenderebbe a ricorrere più a criteri qualitativi che a rigide regole quantitative)[(Abriani)-Montalenti 2010, 636-637].

Per altro verso, è stato notato che i citati comportamenti di *free riding* si verificherebbero solo nei casi in cui l'entrata della società in un gruppo sia successiva alla quotazione e non, invece, allorché procedesse a un'offerta pubblica di vendita una società già appartenente a un gruppo (circostanza in cui gli azionisti esterni pagherebbero un prezzo che rifletterebbe il beneficio di appartenere a quel gruppo). È soprattutto Luca Enriques a evidenziare le supposte falle della teoria dei vantaggi compensativi, riferendo, ad esempio, della difficoltà di verificare in sede giudiziale, nell'applicazione della teoria in parola, il rispetto da parte del gruppo di controllo del criterio dell'ottimo paretiano – tale per cui il complesso delle operazioni intragruppo, in un dato periodo temporale, dovrebbe essere tale da creare un *surplus* a livello di gruppo senza contestualmente peggiorare le condizioni di alcuna delle società interessate – nonché la gravosità della prova della complessiva dannosità delle operazioni intragruppo compiute fino a un dato momento (o prevedibili per il futuro). Anche la versione atomistica della teoria dei vantaggi compensativi incorrerebbe in rischi da non sottovalutare, ove si consideri che, per ciascuna operazione, vi sarebbe il pericolo di giudicarla pregiudizievole quand'anche fosse vantaggiosa, o viceversa, per non dire della possibilità, ugualmente preoccupante, di quantificare erroneamente benefici e danni [Enriques 1997, 724 ss.]. Infine, per riflettere anche in questa ideale “replica” alle posizioni di Montalenti argomenti critici di carattere più generale, sarebbe opportuno considerare che sarebbero pur sempre i soci di controllo a determinare le politiche di gruppo, ossia le politiche ispirate all'“interesse di gruppo”, e sarebbe perciò vano illudersi che essi possano massimizzare qualcosa di diverso dal proprio utile [Enriques 2002, 251].

Francesco Denozza aggiunge osservazioni in senso parzialmente critico, rilevando che, se non fosse imposto un vincolo rigido tale per cui la società danneggiata venga effettivamente e congruamente compensata, la teoria dei vantaggi compensativi produrrebbe una grave distorsione del mercato introiettando i margini di incertezza, in termini di valutazione della probabilità di verificarsi del danno e della sua entità, cui anche Enriques accennava. A ciò si aggiungerebbero i rischi correlati al non corretto funzionamento del mercato del credito (in rapporto alla possibilità di insolvenza del debitore) e del mercato finale (ossia quello su cui il gruppo vende i suoi prodotti o servizi). Nel primo contesto, essi dovrebbero ricondursi alla difficoltà dei creditori – oltretutto differenziabili, tra loro, per caratteristiche personali, di interessi e capacità anche molto diverse – di provvedere a un ottimale monitoraggio del debitore. Nel secondo contesto, invece, i rischi di cui si tratta dovrebbero ricondursi al fatto che si tratta di transazioni né di mercato, né interne a un'unica impresa. In tali contingenze il gruppo sarebbe portato a «internalizzare una quantità di transazioni molto maggiore di quella che sarebbe ottimale, poiché è solo sulle transazioni internalizzate che è possibile realizzare politiche di gruppo in grado di assicurare benefici privati ai gruppi di comando». Sarebbe pertanto plausibile, altresì, che «il gruppo di comando [sia] indotto a realizzare non le politiche che assicurano il maggior beneficio per il gruppo, ma quelle che assicurano la maggior somma della quota del beneficio di gruppo a lui spettante, più il beneficio privato ricavabile» [Denozza 2000, 336]. Nel suo complesso, però, anche tale posizione dottrinale rifletterebbe l'ineludibilità di una scelta compressa tra rischi di *over-deterrence* e rischi di sottovalutazione dei danni da eccessiva discrezionalità, e ciò confermerebbe, in ultima analisi, la sostanziale bontà della teoria in parola laddove essa opta per «accettare il rischio di *over-shooting* piuttosto che ipotizzare il rischio di abusi» [(Abriani)-Montalenti 2010, 638].

L'analisi delle conseguenze che possono scaturire dal prodursi di conflitti di interesse nella gestione di società appartenenti a un gruppo di imprese impone, pertanto, di chiedersi se e

come sia possibile, *de iure condendo*, ridurre i rischi di comportamenti censurabili da parte del nucleo di controllo della società capogruppo. Il risultato cui è doveroso tendere suole essere fatto coincidere soprattutto con la riduzione dei fenomeni di estrazione dei benefici pecuniari del controllo, nei termini in cui li abbiamo descritti *retro*, e contestualmente con una più intensa tutela dei soci esterni e dei creditori. In una prospettiva comparatista, che aiuta a introdurre la riflessione sulle novellazioni realisticamente praticabili nel futuro prossimo, possiamo rapidamente accennare ai dati di evidenza regolativa attinenti agli ordinamenti tedesco e francese, tra i più rilevanti con riguardo alla prospettazione di modelli alternativi di disciplina dei gruppi societari.

Notoriamente, il sistema tedesco predispone una disciplina, sviluppata dalla riforma del 1965, in cui si contrappongono le tipologie del gruppo contrattuale³ e del gruppo di fatto⁴, sulle cui differenze specifiche non possiamo soffermarci data la complessità della normativa nel suo complesso. «I gruppi contrattuali si fondano su di un “contratto di dominio” che consente alle società madri di imporre alle società controllate di seguire l’interesse del gruppo piuttosto che i loro interessi individuali. In cambio, però, le società madri devono tenere indenni le società controllate da qualsiasi perdita causata dagli atti compiuti negli interessi del gruppo. Nel caso in cui ciò non si verificasse, i creditori possono agire nei confronti della società madre per il risarcimento dei danni subiti. (...) A quanto pare [però] né i soci di minoranza né i creditori prendono particolarmente sul serio le norme tedesche sull’indennizzo fino al momento in cui una società controllata non sia insolvente o prossima all’insolvenza – momento in cui è probabile che sia troppo tardi, perché la società controllante sarà ormai

³ Come si dice nel testo, contrattuali sono i gruppi in cui è stretto un vincolo negoziale tra una società controllante e una o più società controllate. L’ordinamento tedesco incentiva la creazione di gruppi contrattuali, anziché di fatto, con esiti che giudicheremo deludenti. La principale caratteristica della struttura organizzativa in esame è quella per cui la società controllante può dare istruzioni alla controllata, quand’anche esse si rivelino pregiudizievoli per questa, posto che ne derivi un beneficio per il gruppo nel suo complesso, ovvero per una società in esso compresa. Si noti, fin da subito, che una disciplina così dettagliata e rigorosa dello strumento delle istruzioni alle controllate rappresenta una rarità, riscontrabile in pochi ordinamenti di diritto societario al mondo (tra i quali – come s’è riferito – rientra l’Italia). Ordunque, è espressamente prescritto che, ove le istruzioni siano impartite, discenda un obbligo di seguirle in capo all’organo di gestione della società controllata, a meno che non risulti evidente che quelle istruzioni non corrispondono a un interesse della controllante o di un’altra società appartenente al medesimo gruppo, ovvero che le citate istruzioni mettano a repentaglio la stessa esistenza della società cui siano indirizzate. Le ipotesi citate da ultimo, in linea di principio, dovrebbero verificarsi raramente se si considera che, in capo ai membri degli organi di gestione e di supervisione, è imposto un dovere preciso di diligenza, prudenza e consapevolezza nello stabilire le istruzioni in esame (e si tenga in conto che un’analoga, severa responsabilizzazione è ascritta a gestori e sorveglianti della società controllata, qualora adottino atti in violazione delle predette istruzioni). Quando vige un contratto di controllo, la controllante è tenuta a risarcire la controllata per ogni perdita netta annuale che sia riportata da quest’ultima. Se questa rappresenta una norma conosciuta e la cui *ratio* è comprensibile, va subito aggiunto che, di qui in avanti, la disciplina si complica e concretizza un’effettiva differenziazione del diritto societario tedesco in tema di gruppi rispetto a quello di altri Stati europei. Si pensi alla del tutto peculiare disposizione per cui è previsto che agli azionisti di minoranza della società controllata sia offerta la possibilità, qualora non intendano continuare a fare parte della compagine, di recedere ed essere risarciti ovvero di ricevere in cambio azioni della società controllante. Le critiche rivolte a tale assetto regolativo attengono sostanzialmente alla possibilità di mantenere una struttura normativa siffatta evitando di contemplare ipotesi in cui sia negletta, nella misura in cui l’abbiamo sinteticamente esposta, la posizione di indipendenza della società controllata.

⁴ Va precisato che i gruppi di fatto possono avere una natura peculiare, per così dire qualificata. Sul punto è sufficiente fare presente che il concetto di gruppo di fatto qualificato viene fatto coincidere con le ipotesi in cui un gruppo strettamente integrato coinvolga società a responsabilità limitata (GmbH). Si tratta di una fattispecie in larga misura costruita sulla scorta dell’operato giurisprudenziale, e può riassumersi rilevando che, nelle ipotesi in cui si riscontri l’aver causato l’insolvenza di una GmbH, è deciso che possa essere giudizialmente indotta l’illimitatezza della responsabilità dei soci che abbiano consentito alla deliberazione che abbia cagionato tale danno (*Existenzvernichtungshaftung*). Il tempo dirà se si tratta di fattispecie – giurisprudenziale – destinata ad affermarsi nel diritto positivo o meno.

anch'essa, molto probabilmente, insolvente» [Kraakman *et al.* 2006, 107-108]. Ciò appare come conseguenza di una disciplina preordinata al raggiungimento di un doppio obiettivo: al contempo, disporre una trama regolativa intesa a consentire ai gruppi di operare efficacemente, e proteggere gli azionisti di minoranza e i creditori che possano subire pregiudizi per effetto delle strategie di gruppo di volta in volta praticate [Andenas-Wooldridge 2009, 452]. Tale scenario è condizionato, altresì, dal fatto che il gruppo contrattuale è normalmente costituito sulla base di incentivi di natura fiscale. Purtuttavia, prevalgono numericamente i gruppi di fatto, tanto che si è suggerito che a questi secondi, allorché la relazione di influenza sia particolarmente stretta e costante, si applichino le norme previste per i gruppi contrattuali.

Rileva, infine, la prescrizione secondo la quale l'organo di gestione della società controllata deve predisporre un rapporto nel merito delle relazioni intrattenute con altre società appartenenti al medesimo gruppo entro i primi tre mesi dell'anno. Ivi devono comparire riferimenti compiuti all'oggetto delle operazioni, nonché ai compensi correlativamente versati. Siffatta "relazione di dipendenza" (*Abhängigkeitsbericht*) dev'essere sottoposta all'organo di controllo, nonché e soprattutto a un *auditor* predisposto *ad hoc*, e ovviamente riportata all'attenzione dell'assemblea dei soci. Tale procedura dovrebbe poter incidere esattamente sulle operazioni intragruppo svantaggiose o illecite, tra le quali, ovviamente, le operazioni intraprese in condizioni di conflitto di interessi.

Nella pratica dei gruppi societari francesi, invece, «*[w]hile there are no (...) special rules that allow treating intra-group transactions less severely than other forms of self-dealings who are natural persons, within the context of criminal law, French courts have developed the Rozenblum doctrine that allows a "group defense"*» [Conac-Enriques-Gelter 2007, 505]. Infatti, la società controllante non deve indennizzare la controllata per poterle ordinare di agire nell'interesse del gruppo piuttosto che nel proprio, nella misura in cui il gruppo (a) sia stabile; (b) persegua una politica gestionale coerente; (c) distribuisca equamente tra le singole componenti oneri e benefici derivanti dalla struttura di gruppo. Sulla scorta di tale orientamento giurisprudenziale, si è significativamente ritenuto che l'approccio francese incentrato sull'"impresa" rifletta l'attuale pratica delle strutture di gruppo in Europa meglio delle regole di indennizzo tedesche, e ciò renderebbe l'approccio francese il modello principale per l'armonizzazione europea [Kraakman *et al.* 2006, 107-108].

Una visione forse più disincantata nell'argomentazione, e non meno equilibrata nella sintesi finale, emerge dal giudizio di autori i quali, sulla scorta delle risultanze di reiterate e approfondite analisi empiriche, hanno concluso, sul punto in esame, come segue: «*(...) in many countries, firms are organized in business groups with individual firms controlled by the same family while trading separately on the stock exchange, so that many intra-group transactions are potentially conflicted. To avoid shareholder involvement in the daily activities of such groups, the law needs to set lower bounds on which intra-group transactions must be disclosed and brought to shareholders for approval. However, we do not believe that group structures invalidate the wisdom of disclosure and shareholder approval altogether. Indeed, financial structures in which group member firms are listed separately only encourage self-dealing, and legal rules that expose intra-group transactions to both public light and shareholder approval can be desirable even if – and perhaps because – they render such financial structures impractical*» [Djankov, La Porta, Lopez De Silanes, Shleifer 2008, 463]. Ciò detto, e nonostante il tenore talora vagamente disilluso di non poche tra le argomentazioni esposte *supra*, è possibile e utile, a giudizio di chi scrive, tentare di delineare gli scenari normativi prossimi venturi, differenziandoli in ragione delle tecniche regolative che si ritenga opportuno privilegiare nei diversi frangenti.

In primo luogo, rilevano le tecniche regolative che procedono ammettendo gradi differenti di vincolatività normativa. Per un verso, la predisposizione di una disciplina stringente produce un aumento dei costi di transazione di livello tale da abbattersi sugli investitori in misura equivalente, e persino maggiore, rispetto al livello di pregiudizio che in capo ai medesimi può essere addossato come conseguenza dei citati comportamenti censurabili eventualmente tenuti dai *blockholders* (e/o dagli amministratori e dirigenti da questi espressi). Per altro verso, si ravvisano rischi non meno ingenti. La predisposizione di una disciplina blanda, infatti, può favorire il prodursi di fenomeni di perdita residuale e di selezione avversa. Ciò avviene – rispettivamente – allorché i gestori compiano scelte inefficienti nella misura in cui sia loro consentito di perseguire eminentemente i propri interessi, per converso trascurando gli interessi dei propri *principal*; ovvero allorché i gestori, come conseguenza del vigore di una regolazione siffatta, siano posti nella condizione di non riuscire a segnalare le qualità dei “prodotti” espressi dalla propria società al paragone con gli omologhi prodotti di imprese concorrenti.

In secondo luogo, rilevano le tecniche regolative declinabili diversamente a seconda che siano destinate a essere applicate a un gruppo che sia quotato o che non lo sia. Ove non lo sia, appare opportuno ricorrere a strumenti di disciplina suppletivi e non imperativi, dal momento che anche i soci che non sono destinati a influenzare in modo decisivo la gestione della capogruppo, dato il peso modesto delle loro partecipazioni, posseggono informazioni comunque sufficienti per valutare, nei versanti cruciali della vita societaria, quali operazioni intragruppo siano da preferirsi, stante l’assetto dei loro interessi entro la compagine societaria. Nella prima ipotesi, all’opposto, la tendenziale esclusione dei soci esterni dalle dinamiche di modulazione statutaria del potere all’interno della società, nonché della gestione del potere nei citati versanti, renderebbe preferibile adottare regole di carattere imperativo a tutela degli interessi di costoro [Enriques 1997, 701-703].

In terzo luogo, rilevano le tecniche regolative che reputino opportuno disciplinare il profilo della responsabilità degli amministratori della *holding*, per le operazioni intragruppo deliberate privilegiando l’interesse di gruppo all’interesse delle società controllate, per il tramite di regole prescrittive di obblighi e di divieti espressi, anziché per il tramite di generici, per quanto flessibili, *standard* di comportamento. A giudizio di Francesco Denozza, tale soluzione rappresenterebbe il modo più sensato per approssimare l’obiettivo di consentire le operazioni (e solo quelle) che aumentino il benessere collettivo, se s’intenda – come si dovrebbe – muovere dal fondamentale e prioritario convincimento che le politiche di gruppo possano essere inefficienti anche quando assicurino alla controllante vantaggi superiori agli svantaggi arrecati alle controllate, nelle persone dei soci e creditori di queste. Infatti, garantirebbe questo risultato solo una regola che «imponga di compensare la società svantaggiata in maniera *specifica*, comprensiva anche degli eventuali rischi che la politica di gruppo la costringe a correre, che preveda un obbligo di informazione relativo all’operazione nel suo complesso e che imponga lo svolgimento di una istruttoria, tanto più accurata quanto più l’operazione intragruppo si allontana da standardizzate operazioni di mercato» [Denozza 2000, 338]. Non vi è dubbio sul fatto che questa impostazione riflette il favore per l’adozione di una disciplina dei gruppi di imprese precisa quanto ai destinatari cui è indirizzata, e stringente quanto ai vincoli normativi con essa disposti, ciò che comporta come corollario il sopportare, in misura variabile caso per caso, i costi di transazione descritti nel primo punto di questo paragrafo. Di ciò, per altro, è ben consapevole lo stesso Denozza, allorché riferisce di fisiologici “rischi di *over-deterrence*”, per altro reputati accettabili a fronte degli ingenti pregiudizi ascrivibili a eventuali eccessi di discrezionalità degli amministratori della società capogruppo.

6. (segue) Gruppi e operazioni con parti correlate.

Le molteplici diversità di vedute critiche emerse sin qui possono essere ricondotte, se non a unità, a termini obiettivi e perciò necessariamente comuni ricordando, ancora una volta con Paolo Montalenti, i seguenti punti fermi: (a) dalla costituzione di un gruppo piramidale è possibile ricavare anche elementi di (apprezzabile) stabilità proprietaria; (b) il mercato, ove correttamente informato, può influire sulle dinamiche di gestione e di sviluppo di un gruppo piramidale; (c) si tratta di una struttura organizzativa diffusa globalmente; (c) nessuno Stato europeo, in particolare, dispone di una legislazione di diritto dell'impresa che vieti il gruppo piramidale; (d) in Italia, specificamente, la pratica di architetture societarie in forma di gruppo piramidale sarebbe in via di diminuzione [Montalenti 2008, 340-341]. In particolare, in applicazione del principio enunciato *sub (b)*, le IPO di società appartenenti a gruppi già quotati si sarebbero ridotte consistentemente per lo scarso gradimento riscosso presso il mercato, e per la medesima ragione l'altezza stessa delle piramidi sarebbe stata abbassata [Belcredi, Di Noia 2007, 2]. La non confutabile tendenza verso l'attenuazione dei fenomeni di separazione tra proprietà e controllo sarebbe ingenerata soprattutto dalla pressione esercitata dagli investitori istituzionali, e specificamente da quelli internazionali, a favore della semplificazione delle strutture di controllo [Rosati 2007, 7].

A tale ultimo proposito, dati Consob aggiornati alla fine del 2007, riportati nella già citata *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, consentono di affinare le riportate conclusioni. Essi testimoniano che il fenomeno dei gruppi piramidali in senso stretto, al momento della rilevazione, coinvolgeva più di un quinto delle società quotate, il cui valore, però, avrebbe corrisposto a quasi la metà della capitalizzazione complessiva del mercato. Ma va anche precisato che, entro quel novero, le società per le quali il gruppo avrebbe rappresentato uno strumento di separazione di proprietà e controllo, ossia – come si è evidenziato *retro* – le società controllate da una società aperta avrebbero costituito il dodici per cento della capitalizzazione complessiva del mercato, a fronte di un (quasi) trentacinque per cento di società poste al vertice della piramide, per le quali, come s'è detto, non si determina l'effetto di diluizione dell'impegno finanziario della capogruppo. In media, la misura della separazione tra proprietà e controllo è definita dalla Consob come «abbastanza contenuta ma significativa».

Si deve tenere presente, infine, come la disciplina dei gruppi sia contenuta non solo nel Capo IX, Titolo V, Libro V, del nostro Codice civile, recante le norme espressamente dettate in tema di direzione e coordinamento di società. Tale disciplina, infatti, è costituita da altre importanti disposizioni, quali – per limitarci al piano codicistico – gli artt. 2381, quinto comma, c.c., l'art. 2403-*bis*, secondo comma, c.c., l'art. 2409, primo e ultimo comma, c.c., nonché – appunto – l'art. 2391-*bis* c.c. con riguardo alla normativa sulle operazioni con parti correlate. Con riguardo a quest'ultimo versante normativo non si possono non menzionare – rimandando commenti più circostanziati a futuri approfondimenti di questo lavoro – i profili della nuova disciplina delle citate operazioni che manifestano cointeressenze con la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento. Tre profili, in particolare, meritano di essere sia pure sommariamente ricordati.

In primo luogo, rileva la nuova versione dell'art. 37 del Regolamento Mercati, modificata con la Delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010. Per le società quotate sottoposte ad attività di direzione e coordinamento sono state così introdotte novità regolamentari intese a rafforzare i presidi di diritto societario, richiedendosi, in particolare, che il comitato di controllo interno e gli altri comitati raccomandati dai codici di comportamento eventualmente costituiti siano interamente composti da amministratori indipendenti. Per le società quotate sottoposte ad attività di direzione e coordinamento da parte di un'altra società quotata è

inoltre previsto che l'organo amministrativo sia composto in maggioranza da amministratori indipendenti⁵. Si noti che la medesima impostazione regolativa informa, altresì, il *Documento per la consultazione* relativo a *Attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti dei soggetti collegati*, del maggio 2010. Anche in questo contesto, infatti, si è ritenuto che le soluzioni organizzative e procedurali più adeguate per supervisionare la correttezza delle operazioni intraprese con soggetti collegati debbano coinvolgere nel processo decisionale soggetti che, nella misura maggiore possibile, siano privi di interessi particolare nelle medesime operazioni e, perciò, tali da potere esprimere giudizi indipendenti tali da salvaguardare gli interessi dell'intermediario⁶.

In secondo luogo, rilevano le norme di riferimento di cui al provvedimento principale quanto ai profili in discussione, ossia il *Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*, adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010. Occorre menzionare, anzitutto, l'art. 4 («Adozione di procedure»), comma 1, lett. d), per cui i consigli di amministrazione o i consigli di gestione delle società adottano procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, prescrivendosi, oltre ad altro, la necessità di stabilire le modalità con cui si istruiscono le modalità e si approvano le operazioni con parti correlate e si individuano regole con riguardo alle ipotesi con cui la società esamini o approvi operazioni di società controllate, italiane o estere. Occorre menzionare, inoltre, l'art. 5 («Informazione al pubblico sulle operazioni con parti correlate»), comma 1, per cui in occasione di operazioni di maggiore rilevanza, da realizzarsi anche da parte di società controllate, italiane o estere, le società predispongono, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del Testo unico, un documento informativo redatto conformemente al modello predisposto dallo stesso Regolamento. Occorre menzionare, infine, l'art. 14 («Direzione e coordinamento, società controllate e società collegate»), per cui qualora una società sia soggetta a direzione e coordinamento, nelle operazioni con parti correlate influenzate da tale attività i pareri richiesti dal Regolamento recano puntuale indicazione delle ragioni e della convenienza dell'operazione, se del caso anche alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero di operazioni dirette a eliminare integralmente il danno derivante dalla singola operazione con parte correlata. Si prevede altresì che le disposizioni del Regolamento non si applichino, in tutto o in parte, alle operazioni con o tra società controllate, anche congiuntamente, nonché alle operazioni con società collegate, qualora nelle società controllate o collegate non vi siano interessi, qualificati come «significativi», di altre parti correlate della società, precisandosi che non si considerano

⁵ Come riportato dalla *Relazione illustrativa della Consob sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, del 25 giugno 2010, «[l]a previsione circa la composizione dell'organo amministrativo è calibrata sulla base del maggior rischio di dissociazione tra gli interessi degli azionisti di minoranza della società controllata e quelli dell'azionista di controllo laddove la direzione e coordinamento si combini all'appartenenza di un gruppo piramidale. Essa è stata oggetto durante la consultazione di critiche sulla base dell'argomento che ostacolerebbe l'esercizio effettivo della direzione e coordinamento e disincentiverebbe l'emersione di tale fenomeno. Di contro, l'evidenza empirica mostra che circa il 30% degli emittenti controllati da società quotate e soggetti a direzione e coordinamento è ad oggi caratterizzato da un *board* in maggioranza di amministratori indipendenti».

⁶ Come riportato dalla *Relazione preliminare sull'analisi d'impatto della Disciplina delle attività di rischio e dei conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati*, in attuazione della delibera CICR del 29 luglio 2008, n. 277, «[t]ali soggetti sono stati individuati, in primo luogo, negli amministratori indipendenti, il cui ruolo è stato riconosciuto anche in ambito comunitario; il contributo ad essi richiesto è in linea con le disposizioni emanate nel 2008 dalla Banca d'Italia in materia di organizzazione e governo societario. È stato considerato, e in alcuni casi potenziato, l'apporto che potrebbero fornire altri organi aziendali, quali quello con funzioni di supervisione strategica, l'organo di controllo, l'assemblea, nonché eventuali esperti esterni indipendenti».

interessi significativi quelli derivanti dalla mera condivisione di uno o più amministratori o di altri dirigenti con responsabilità strategiche tra la società e le società controllate e collegate⁷.

In terzo luogo, rilevano le disposizioni, di cui all'Allegato 3 del *Regolamento*, in materia di individuazione delle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate. Ivi si prevede che le procedure interne individuino criteri di tipo quantitativo a quello scopo, in modo tale da includere una serie di operazioni. Tra queste, *in primis*, le operazioni in cui almeno uno degli indici di rilevanza analiticamente descritti (indice di rilevanza del controvalore; indice di rilevanza dell'attivo; indice di rilevanza delle passività) risulti superiore alla soglia del cinque per cento, nonché, per quanto rileva maggiormente in questa sede, le operazioni con la società controllante quotata o con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati alla società, qualora almeno uno dei citati indici di rilevanza risulti superiore alla soglia del 2,5 per cento⁸.

⁷ Come riportato dalla *Comunicazione della Consob n. DEM/10078683*, del 24 settembre 2010, «[l]e operazioni compiute dalle società controllate possono presentare rischi analoghi a quelli propri delle operazioni concluse direttamente dalle società controllanti che siano direttamente soggette alla disciplina di correttezza e di trasparenza stabilita dal Regolamento in quanto emittenti azioni negoziate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante. Per tale motivo, le operazioni compiute dalle società controllate sono sempre incluse, al ricorrere delle circostanze previste (in particolare: dimensione individuale o cumulata), tra quelle oggetto degli obblighi informativi stabiliti dall'art. 5 del Regolamento ai sensi dell'art. 114, comma 5, del Testo unico. Diversamente, in materia di correttezza sostanziale e procedurale, l'art. 4, comma 1, lettera *d*), del Regolamento prevede che le società definiscano regole specifiche con esclusivo riguardo alle ipotesi in cui la società controllante "esamini o approvi" le operazioni compiute da società controllate, italiane o estere. La disposizione, diretta a stabilire i principi generali in materia di operazioni compiute "per il tramite di società controllate" (articolo 2391-bis del codice civile), richiede quindi che vi sia un'attività qualificata (sotto forma di esame o approvazione dell'operazione) della controllante affinché quest'ultima sia tenuta ad attuare regole di correttezza. Il Regolamento non impone, quindi, alle società controllanti l'esercizio di un'influenza (con o senza attività di direzione e coordinamento) ulteriore rispetto a quella che esse già esercitino nei propri rapporti con le società controllate. Esso, infatti, si limita ad incidere sui processi decisionali, relativi alle operazioni compiute dalle controllate, adottati dalle società indipendentemente dall'attuazione del Regolamento, per scelta autonoma o per imposizione di legge (quest'ultimo è il caso, ad esempio, delle operazioni sulle quali la capogruppo sia chiamata ad esprimere il proprio assenso in applicazione dell'articolo 136, comma 2, Tub)». Infine, quanto alle ipotesi di esclusione *ex art. 14*, comma 2, ivi si precisa che «[l]a significatività degli interessi in capo ad altre parti correlate nella società controllata o collegata è rimessa alla valutazione discrezionale delle società tenute all'applicazione del Regolamento secondo i criteri generali indicati nelle procedure. In tale contesto, le società possono trarre indicazioni dagli eventuali rapporti di natura patrimoniale esistenti tra le società controllate o collegate, da un lato, e altre parti correlate della società, dall'altro. Si pensi, ad esempio, all'esistenza di un significativo credito, nei confronti di una società controllata, in capo all'amministratore delegato della società controllante: è chiaro come tale rapporto giuridico possa incentivare la conclusione di operazioni che consentano un rafforzamento patrimoniale della società controllata che potrebbero tuttavia non essere vantaggiose per la società controllante. Interessi significativi possono, ad esempio, sussistere qualora, in aggiunta alla mera condivisione di uno o più consiglieri o altri dirigenti con responsabilità strategiche, tali soggetti beneficino di piani di incentivazione basati su strumenti finanziari (o comunque di remunerazioni variabili) dipendenti dai risultati conseguiti dalle società controllate o collegate con le quali l'operazione è svolta. La valutazione di significatività va condotta alla luce del peso che assume la remunerazione dipendente dall'andamento della controllata (ivi inclusi i citati piani di incentivazione) rispetto alla remunerazione complessiva del consigliere o del dirigente con responsabilità strategiche».

⁸ Come riportato dalla già citata *Relazione illustrativa*, «le procedure devono prevedere, tra l'altro, che l'operazione sia approvata dal consiglio di amministrazione previo parere favorevole di un comitato composto da soli amministratori indipendenti, anche appositamente costituito in vista della singola operazione, "ovvero, in alternativa, che siano applicate altre modalità di approvazione dell'operazione che assicurino un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati". Le procedure possono quindi prevedere che le operazioni siano approvate, anziché dal comitato di amministratori indipendenti il ricorso al quale è comunque sempre richiesto durante la fase delle trattative e la fase istruttoria, direttamente dal consiglio di amministrazione con doppie maggioranze o *quorum* rafforzati che attribuiscono un ruolo determinante agli amministratori indipendenti. Ad esempio, potrebbe essere previsto che l'operazione debba essere approvata

Si noti che, su quest'ultimo punto, la *Relazione illustrativa della Consob sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione* precisa come il regime di riduzione della soglia di rilevanza in casi di operazioni con l'azionista di controllo, inizialmente previsto in via generalizzata, sia stato successivamente limitato ai soli gruppi piramidali, con opzione regolativa dettata dalla consapevolezza che, tra le deviazioni dal principio "one share/one vote", quella che pare influenzare negativamente la qualità delle procedure è proprio e principalmente l'appartenenza a un gruppo piramidale, oltre che per evitare il rischio di "overshooting" su tutte le società sottoposte a direzione e coordinamento. A tale proposito va infine segnalato che, secondo la più volte menzionata *Disciplina regolamentare*, la riduzione delle soglie di rilevanza delle operazioni con parti correlate (a fine 2007) sarebbe (stata) applicabile a ben novantasette società quotate, rappresentanti quasi la metà dell'intero mercato in termini di capitalizzazione.

Resta da verificare – e il tempo, oltre a ricerche ulteriori, aiuterà a trarre tale bilancio – se queste innovazioni saranno in grado di calmierare i conflitti di interesse che tipicamente insorgono entro gruppi di imprese piramidali, alla luce della specificità dei ricorrenti assetti proprietari e delle prassi societarie e industriali che, a partire da assetti siffatti, sogliono essere attuate dai più rilevanti e influenti esponenti del mondo manageriale e politico italiano.

7. Conclusioni.

Il gruppo piramidale fa parte del panorama economico italiano dalla fine del XIX secolo. A partire dagli anni Trenta del XX secolo, poi, assume la duplice versione di gruppo piramidale privato, per lo più controllato da famiglie e dinastie imprenditoriali e gruppo piramidale a partecipazione statale (IRI e poi ENI, EFIM, EGAT etc.). Non si tratta quindi di un modello organizzativo recente. Il gruppo piramidale appartiene ai modelli di esercizio del controllo fondati sulla presenza di un azionista o di un gruppo di azionisti che detengono quote significative del capitale, si contrappone pertanto ai modelli caratterizzati da proprietà dispersa, come la *public company* anglosassone. Il gruppo in effetti è uno strumento che consente di separare proprietà e controllo facendo leva su investimenti in capitale di rischio limitati. È proprio di questo modello di controllo l'insorgere di conflitti di interesse tra soggetti controllanti e azionisti di minoranza e creditori. Una oramai vasta letteratura infatti descrive i vari rischi di espropriazione cui vanno incontro gli azionisti di minoranza quando detengono quote in gruppi piramidali. In generale, il gruppo si caratterizza per una forte opacità informativa, che può spesso costituire una delle ragioni stesse per il suo utilizzo.

D'altro lato, per lunghi anni i gruppi piramidali hanno anche consentito un certo grado di crescita industriale in Italia, grazie, ad esempio, al circuito interno dei capitali (lo spostamento di risorse dalle imprese che generano profitti verso le imprese del gruppo che sono in perdita) che si accompagna a questo modello. I rischi di espropriazione cui possono andare incontro gli azionisti di minoranza dei gruppi societari e i creditori esterni, però, fanno sì che le possibilità di ulteriore crescita dei gruppi stessi sia limitata o ridotta. Non è un caso che i mercati di borsa applicano uno "sconto" al valore delle azioni dei gruppi.

Alcuni tratti strutturali del nostro capitalismo tra i quali l'elevatezza eccessiva dei benefici privati dei quali può appropriarsi chi esercita il controllo sono tra i fattori che spiegano la lunga fase di bassa crescita che l'economia italiana sperimenta. Accrescere le tutele a favore delle minoranze azionarie, ridurre l'opacità informativa dei gruppi, contrastare i conflitti di interesse presenti nei gruppi sono azioni di politica economica che oggi hanno un valore

dall'organo amministrativo, oltre che con le maggioranze previste dalla legge o dallo statuto, anche con il voto favorevole della maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati che compongono tale organo».

anche di natura macroeconomica in quanto favorirebbero un maggiore sviluppo del sistema industriale attraverso la raccolta di nuove e più ampie risorse finanziarie e imprenditoriali.

Nel decennio scorso sono state realizzate una serie di riforme normative (diritto finanziario, bancario, societario etc.) che hanno accresciuto le tutele a favore delle minoranze azionarie ed hanno avuto degli effetti tangibili di riduzione dei benefici privati del controllo misurati da alcune indagini empiriche.

Non è tuttavia semplice individuare ricette di certa riuscita per risolvere i problemi rilevati sin qui. Si ricordi, al proposito, come un tentativo di regolazione specifica dei gruppi di imprese piramidali fosse stato proposto con Disegno di legge n. 1624 del 7 giugno 2007 (presentato dal senatore Zanda), contenente la «Delega del Governo in materia di controllo delle società quotate e di contrasto al fenomeno delle cosiddette scatole cinesi». Il provvedimento traeva origine dall'acquisto, operato da parte del consorzio formato da Telefonica, Mediobanca, Generali e Benetton, della partecipazione in Telecom detenuta da Olimpia (Pirelli e Benetton), e si proponeva di fronteggiare le criticità emerse in occasione di quella operazione. A proposito di tale disegno di legge, che non ha avuto seguito, qui interessa richiamare la disposizione che intendeva introdurre un meccanismo di limitazione del diritto di voto delle *holding* piramidali. In particolare, tale regola prevedeva la riduzione proporzionale del diritto di voto di una società controllante una società quotata, in ragione sia della quota di partecipazione di altre società nella controllante stessa, sia di ulteriori livelli di controllo anche in caso di controllo attraverso sindacati azionari. La bozza di tale prescrizione è stata oggetto di critiche severe [Montalenti 2008, 341-342], in particolare sotto i profili dello svantaggio competitivo che avrebbe creato a danno delle società italiane e dell'alterazione del mercato del controllo che sarebbe conseguita a una siffatta, sostanziale, privazione del diritto di voto, nonché per diversi motivi imputabili, oltre ad altro, alla sua incertezza tecnica e incoerenza rispetto all'ordinamento di riferimento. Eppure il tentativo era interessante.

Per altro verso, ricordiamo come la Commissione europea, in seno alla comunicazione al Consiglio e al Parlamento europeo, del maggio 2003, intitolata *Modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union – A plan to move forward*, avesse affrontato il tema dei gruppi piramidali, sulla scorta della sollecitazione in tal senso contenuta nel noto *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, dell'anno precedente. Sfumata e poco incisiva, però, parve la proposta ivi sviluppata, in particolare con riguardo alle strutture piramidali "abusive". Era percepibile, infatti, il lieve imbarazzo della Commissione che, con una proposizione ponderata, si premurava di rappresentare la necessità di evitare inutili restrizioni della libertà delle imprese di scegliere l'organizzazione esterna (oltre che interna) che ritenessero più adeguata, nonostante l'incontestabilità dei rischi paventati nelle citate ipotesi in cui si costituisse una società di partecipazione i cui unici o principali attivi fossero rappresentati da una partecipazione in un'altra società quotata (con l'eccezione dei casi in cui il valore economico dell'ammissione alla quotazione fosse chiaramente dimostrato).

Eppure è questa la strada che bisognerebbe seguire, ossia imporre restrizioni quando la costituzione di una piramide assolva funzioni non tanto speculative – ciò che ovviamente non è contestabile – quanto meramente abusive, con maggiore coraggio rispetto a quello mostrato nel passato, se s'intenda davvero andare al cuore del problema e cercare di risolverlo. Con riferimento alle operazioni con le parti correlate bisognerebbe forse prevedere un ricorso diretto all'assemblea dei soci per la loro approvazione e non solo l'obbligo di informazione. E le operazioni in conflitto di interesse che si traducono in un arricchimento del controllante andrebbero valutate sulla base di un principio di equità (*fairness*) nei riguardi degli azionisti non controllanti.

Riferimenti bibliografici

- ABRIANI N., MONTALENTI P., *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in Abriani N., Ambrosini S., Cagnasso O., Montalenti P., *Le società per azioni*, Trattato di Diritto commerciale, diretto da Cottino G., IV, 1, Cedam, Padova, 2010, 565-657.
- ALMEIDA H. V., WOLFENZON D., *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, in *The Journal of Finance*, LXI, 6, 2006, 2637-2680.
- ANDENAS M., WOOLDRIDGE F., *European Comparative Company Law*, Cambridge U.P., Cambridge, 2009.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario. Contributi per un dibattito*, a cura di Benazzo P., Ghezzi F. e Patriarca S., il Mulino, Bologna, 2002
- BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulle tendenze nel sistema produttivo italiano*, in *Questioni di economia e finanza*, n. 45, Aprile 2009.
- BANK S.A., CHEFFINS B.R., *The Corporate Pyramid Fable*, ECGI Law WP n. 146, 2010.
- BARCA F. (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*, Donzelli, Roma, 1997.
- BARCA F., BIANCO M., CANNARI L., CESARI R., GOLA C., MANITTA G., SALVO G., SIGNORINI L.F. *Assetti proprietari e mercato delle imprese. Volume I. Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, il Mulino, Bologna, 1994.
- BELCREDI M., DI NOIA C., *Un'atomica contro le piramidi*, in *www.lavoce.info*, 28 giugno 2007.
- BIANCHI M., BIANCO M., GIACOMELLI S., PACCES A.M., TRENTO S., *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, il Mulino, Bologna, 2005.
- CLAESSENS S., DJANKOV S., LANG L., *The separation of ownership and control in East Asian Corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- CONAC P.-H., ENRIQUES L., GELTER M., *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, in *ECFR*, 2007, 491-528.
- DENOZZA F., *Rules vs. Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni «virtuali»*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 327-338.
- DJANKOV S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *The law and economics of self-dealing*, in *Journal of Financial Economics*, 88, 2008, 430-465.
- ENRIQUES L., POMELLI A., *Art. 2391*, in Maffei Alberti A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Cedam, Padova, 2005, 758-778.
- ENRIQUES L., *Vaghezza e furore. Ancora sul conflitto d'interessi nei gruppi di società in vista dell'attuazione della delega per la riforma del diritto societario*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario. Contributi per un dibattito*, a cura di Benazzo P., Ghezzi F. e Patriarca S., il Mulino, Bologna, 2002, 247-262.
- ENRIQUES L., *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 698-730.
- FACCIO M., LANG L.H.P., *The ultimate ownership of Western European corporation*, in *Journal of Financial Economics*, 65, 2002, 365-395
- FERRI G., TRENTO S., *La dirigenza delle grandi banche e delle grandi imprese*, in *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*, a cura di Barca, F. Donzelli, Roma, 1997, 405-427.
- IVANSCHENKO I., KOEVA BROOKS P., *Corporate Governance Reforms in the EU: Do They Matter and How?*, in *IMF Working Paper*, n. 08/91, 2008.
- JOHNSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER, A., *Tunneling*, in *American Economic review, Papers and Proceedings*, 2000, May, vol. 90, n. 2, 22-27.

- KRAAKMAN R.R., DAVIES P., HANSMANN H., HERTIG G, HOPT K.J., KANDA H., ROCK E.B., *Diritto societario comparato*, a cura di Enriques L., Bologna, 2006.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER, A., VISHNY R., *Legal determinants of external finance*, in *Journal of Finance*, 52, 1997, 1131-1150.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER, A., VISHNY R., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 106, 1998, 1113-1155.
- MENGOLI S., SANDRI S., *Le piramidi e il fisco*, in *www.lavoce.info*, 12 novembre 2007.
- MONTALENTI P., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, 318-348.
- MONTALENTI P., *Gruppi e conflitto di interessi nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario. Contributi per un dibattito*, a cura di Benazzo P., Ghezzi F. e Patriarca S., il Mulino, Bologna, 2002, 237-245.
- MORCK R., WOLFENZON D., YEUNG B., *Corporate governance, economic entrenchment, and growth*, in *Journal of economic Literature*, XLIII, September, 655-720.
- ONIDA F., *Se il piccolo non cresce. Piccole e medie imprese italiane in affanno*, il Mulino, Bologna, 2004.
- ROSATI A., *Audizione del Vice-direttore generale della Consob sul Disegno di legge n. 1624 "Delega del Governo in materia di controllo delle società quotate e di contrasto al fenomeno delle cosiddette scatole cinesi"*, Commissioni 2^a (Giustizia) e 6^a (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica, Roma, 25 ottobre 2007.
- SANTAGATA R., *Interlocking directorates ed «interessi degli amministratori» di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 310-346.
- SHLEIFER A., VISHNY R., *A survey of corporate governance*, in *Journal of Finance*, 52, 1997, 737-783.
- TOMBARI U., *Diritto dei gruppi di imprese*, Giuffrè, Milano, 2010.
- TOMBARI U., *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. «di gruppo» tra disciplina legale e autonomia privata (Appunti in tema di Corporate Governance e gruppi di società)*, in *Riv. soc.*, 2009, 122-135.
- VENTORUZZO M., *Art. 2391*, in Ghezzi F., *Amministratori, Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P. et al., Egea-Giuffrè, Milano, 2005, 423-499.

