



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

INNOVAZIONE E DIRITTO

Cenni all'autoregolamentazione delle società quotate nell'ordinamento italiano

di Maria Rosaria Petrillo*

1. - I "Codici di comportamento" descrivono una pluralità di fenomeni la cui sostanza è costituita da regole di condotta destinate a disciplinare uno specifico ambito di attività ed adottate, volontariamente, dagli stessi soggetti che a tali regole si sottopongono.

L'espressione, con riguardo alle società quotate ed alla loro corporate governance, identifica i c.d. "Codici di autoregolamentazione" che contengono regole di comportamento in materia di funzionamento del consiglio di amministrazione, di nomina degli amministratori non esecutivi indipendenti, di istituzione di organi di controllo interno - chiamati a valutare aspetti, non solo contabili - di determinazione di criteri per la determinazione delle remunerazioni degli amministratori, di conflitto di interessi, di rapporti con gli azionisti. Di tutti quei profili che sono unanimemente giudicati gli architravi di un buon governo societario.

Nell'ordinamento societario italiano il primo Codice di autoregolamentazione è quello redatto dalla Borsa Italiana S.p.a., meglio noto come Codice Preda, dal nome del Presidente di quest'ultima società, privatizzata nel 1996. Fu redatto nel 1999 dal Comitato per la corporate governance (costituito da esperti provenienti dal mondo della finanza, dell'industria e dell'accademia) della Borsa medesima. Sin dal allora è stato modificato una prima volta nel 2002 ed una seconda nel 2006, nella versione tutt'ora vigente.

L'esperienza italiana di un'economia mista fino ai primi anni '90 si è caratterizzata per la presenza nel diritto delle società - e più in generale per il diritto dell'impresa - di spazi assai ridotti riservati all'autonomia privata e, quindi, all'autoregolamentazione. Il quadro è radicalmente cambiato con il Codice Preda e, soprattutto, con la riforma del 2003 che ha interessato tutte le società di capitali regolate nel Codice Civile (in particolar modo la società a responsabilità limitata, nella quale i margini concessi all'autonomia privata sono divenuti amplissimi, al punto da avvicinarla notevolmente alle società di persone).

* Dottoranda di ricerca in Diritto Comune Patrimoniale, Università Federico II, Napoli

Il Codice Preda, che rappresenta, dunque, un fenomeno di autoregolazione societaria o meglio di corporate governance, è non solo il primo ma, tuttora, il più significativo modello di autoregolamentazione in generale nell'ordinamento italiano. Se non altro perché interessa la parte più rappresentativa della ricchezza d'impresa prodotta in Italia.

Ve sul punto premesso che la vera, ancora attuale, anomalia della Borsa italiana è rappresentata dal numero estremamente limitato di società quotate, almeno nel confronto con sistemi economici aventi tradizioni giuridiche ed istituzionali vicini alle nostre. Nel 1907 le società quotate alla Borsa di Milano erano 171. Analizzando il periodo post-bellico, bisogna aspettare il 1986 per osservare un numero di società quotate superiore. Oggi sono 276. Sia in Francia che in Germania le società quotate oggi sono invece circa 850.

Quando nel 1999 il Codice fu redatto, la capitalizzazione di borsa si avvicinava al 50% del PIL italiano. L'anno prima era stato emanato il Testo Unico della Finanza (TUF) che aveva dato una sistemazione organica alla disciplina dei mercati finanziari, allineando l'Italia agli altri paesi economicamente evoluti. Si riteneva che il sistema industriale e finanziario italiano era oramai consapevole del fatto che la competizione tra i mercati era su scala globale. L'istituzionalizzazione del risparmio era anch'essa, oramai, un dato acquisito. Appariva, infine, evidente che l'accesso al mercato finanziario ed il costo del capitale dipendessero sensibilmente dall'efficienza e dall'affidabilità del sistema di governo societario degli emittenti. Inteso quest'ultimo - stando alla definizione che raccoglie maggior consenso nella letteratura internazionale - come l'insieme delle regole secondo cui le imprese sono gestite e controllate. Ciò nondimeno, i redattori del Codice Preda erano consapevoli che l'ordinamento italiano non avesse una tradizione consolidata di autoregolamentazione.

La funzione del Codice Preda è quella di regolare i processi decisionali e di controllo della gestione della grande impresa che emette strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati. Ciò con particolare riguardo alla gestione dei rischi d'impresa ed al controllo dei potenziali conflitti d'interessi che possono insorgere nei rapporti tra amministratori e azionisti e tra maggioranze e minoranze azionarie.

Il Codice è destinato ad offrire, lo scrivono gli stessi redattori, un "modello di riferimento di natura organizzativa e funzionale" che possa anche favorire la

comparabilità internazionale delle regole di governo societario italiane, proponendo un adeguamento delle modalità di conduzione delle società quotate a standards minimi di comportamento – la migliore best practice - avvertiti dagli investitori istituzionali esteri come imprescindibili per la creazione di valore in favore degli azionisti (il c.d. shareholder value). E' vero, infatti, che le decisioni degli investitori in materia di allocazione dei capitali da loro gestiti risentono sia delle condizioni generali del sistema Paese, sia delle caratteristiche delle singole imprese che, a loro volta, dipendono non solo da dati ed indici economici, ma altresì della disciplina normativa ed autoregolamentare - qualitativamente elevata in Italia - e, soprattutto, dal suo grado di effettività di enforcement, per contro assai poco efficace nel nostro ordinamento giuridico.

Il Codice di autodisciplina non è fonte di alcun obbligo per le quotate. Infatti, l'adesione al medesimo è il frutto di una libera determinazione della società emittente che ha facoltà di adattamento del contenuto alle proprie caratteristiche dimensionali ed alla propria struttura proprietaria. L'unico espresso riconoscimento normativo del Codice è rappresentato dall'art. 123-bis del citato TUF, c. 2, lett. (norma intitolata "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari") che – dando attuazione al principio noto in molti altri ordinamenti della c.d. "comply or explain rule" - richiede nella relazione degli emittenti sul governo societario la motivazione delle ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni del Codice.

Si realizza, pertanto, una forma di vincolatività che investe il momento della trasparenza nei confronti del mercato in ordine al modello prescelto di governo societario. Qualcosa in più di una mera moral suasion, in quanto si induce l'emittente all'adozione delle regole del Codice per sottrarsi ad un'eventuale reazione negativa del mercato. Ma il punto fermo resta l'inesistenza di sanzioni, se non di ordine reputazionali, per la mancata o non completa attuazione del Codice.

2. – Ciò premesso, verrebbe da chiedersi per quali ragioni le società quotate – già sottoposte a penetranti regole di vigilanza da parte delle società di gestione del mercato, nonché della CONSOB - dovrebbero recepire ulteriori regole, infittendo il panorama dei doveri, in modo particolare, di comportamento dell'organo gestorio? La verità è che il modello di governo societario prescelto e la sua agevole

conoscibilità da parte del mercato dovrebbero contribuire a rafforzare la convinzione degli investitori nella maggiore efficienza delle imprese dotate di buone regole organizzative, più adatte a garantire elevati rendimenti, attraverso il riconoscimento statutario di diritti agli azionisti di minoranza, ovvero l'esistenza di adeguati controlli sull'operato di amministratori e dirigenti muniti di deleghe.

Ciò presuppone però l'esistenza di un mercato efficiente in cui le quotazioni di borsa riflettono tutte le informazioni rilevanti, nonché una competizione tra statuti e la capacità del mercato di attribuire a detti modelli valori diversi. Certamente allo stato è difficile stabilire se una regola di governo societario inefficiente (perché pregiudizievole per l'azionista) incida sulla formazione del prezzo delle azioni della società.

Fatto sta che la quasi totalità degli emittenti ha scelto di aderire, formalmente o informalmente al Codice: si tratta, al gennaio 2009, di 277 società quotate nei vari segmenti del listino milanese, pari al 95% del totale. Fatto sta che tra i requisiti per ottenere la qualifica di Star – il segmento del mercato telematico di Borsa Italiana dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni di euro e 1 miliardo, del quale, al 31.10.2008, facevano parte 77 società delle circa trecento quotate – è espressamente richiesta una Corporate Governance allineata agli standard internazionali che, come si è anticipato, sono pienamente recepiti dal Codice Preda.

Ci si può anche chiedere se sia consentito assegnare all'autoregolamentazione un ruolo in punto di valutazione dei compiti e delle responsabilità degli amministratori. Se, in altri termini, le regole del Codice possano fornire indicazioni per riempire di contenuto le clausole generali che presiedono alla condotta degli amministratori. La formulazione in via autodisciplinare di regole di corporate governance potrebbe avere la funzione di riempire le lacune del sistema positivo, e l'inosservanza delle stesse non resterebbe priva di rilievo in un eventuale giudizio di responsabilità. Ciò, naturalmente, avverrebbe una volta che gli amministratori le abbiano accettate e che esse siano divenute clausole essenziali del loro rapporto di amministrazione.

Va, tuttavia, rilevato che l'autonoma rilevanza giuridica delle eventuali violazioni ai codici di comportamento in ambito societario non trova accoglienza in sede giurisprudenziale. Innanzitutto, per la mancanza di obbligatorietà, concretezza e prescrittività delle regole che andrebbero riguardate prevalentemente come

obiettivi di lungo periodo, nonché per difficile prova del nesso di causalità tra non compliance e perdita di valore del titolo quotato. In presenza però di violazione del citato art. 124 bis e del regolamento per la quotazione in borsa, si ci si dovrebbe chiedere se dalla mancata informazione sia derivato un danno agli investitori per l'impossibilità di decidere con consapevolezza l'alienazione del titolo e per aver ingenerato un affidamento sul suo valore.

Al di là di queste complesse problematiche, va rilevato che nell'ordinamento italiano si è assistito ad un vero e proprio transito di regole, presidi e istituti dalla migliore pratica commerciale alle raccomandazioni autoregolamentari e poi dai codici di autoregolamentazione alla legge (il TUF ed il Codice Civile). Ciò è accaduto perlomeno con riguardo:

- a) alla struttura necessariamente pluripersonale dell'organo amministrativo delle S.p.a.;
- b) alle ripartizioni delle funzioni tra organo delegato e collegio delegante;
- c) alla centrale figura dell'amministratore indipendente;
- d) alla disciplina delle operazioni con parti correlate.

Viceversa l'influenza delle norme di legge sul Codice Predda si è limitata:

- a) alla considerazione dell'interesse del gruppo;
- b) al voto di lista;
- c) ad una sommaria disciplina nel caso di adozione di sistemi di gestione alternativi a quello c.d. latino (monistico e dualistico).

Sul piano dell'effettività, sicuramente il mancato rispetto del principio "comply or explain" produce una sanzione amministrativa irrogabile dalla Borsa Italiana per mancato rispetto del suo regolamento, nonché una sanzione amministrativa per gli organi di gestione e controllo ai sensi dell'art. 192-bis TUF (norma che sanziona l'omissione delle comunicazioni prescritte dal citato art. 123-bis sulla relazione sul governo societario).

Diverso il caso in cui gli organi amministrativi dell'emittente decidano di non adeguarsi a certe raccomandazioni del Codice. In tal caso alla sanzione reputazionale – non granché avvertita nei nostri mercati - potrebbe accompagnarsi una responsabilità degli organi amministrativi per non avere seguito uno standard di buon governo societario.

Più serio il caso in cui l'emittente non osservi concretamente le raccomandazioni formalmente adottate. In tal caso gli organi di gestione e controllo si esporrebbero

a responsabilità anche penali, potendosi ritenere integrato il reato di false comunicazioni sociali (art. 2621 c.c.) ed il reato di manipolazione del mercato (art. 187-ter TUF). Inoltre, tale dichiarazione mendace integrerebbe l'ipotesi di revoca per giusta causa del componente dell'organo (difficile configurare una responsabilità risarcitoria per la difficile prova del danno).

Anche nel codice civile il legislatore della riforma delle società di capitali del 2003 ha dato rilevanza al fenomeno dell'autoregolamentazione, con l'art. 2387 del c.c. codice civile che delega, allo statuto delle società quotate, la facoltà di subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza, o a quelli previsti nei "codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati". Anche l'art. 2409 septiesdecies, prevede che lo statuto possa rinviare ai requisiti, dettati per gli amministratori "da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati".

Per quel che riguarda il contenuto del Codice Preda, i suoi dodici principi coprono, come si diceva, gli istituti e le funzioni essenziali di una buona governance. Si parte dal ruolo e dalle competenze del Consiglio di amministrazione, dalla sua composizione, dalla sua componente c.d. "indipendente", dalla nomina e remunerazione degli amministratori, per poi affrontare il trattamento delle informazioni societarie, la costituzione ed il funzionamento del comitato per il controllo interno e del comitato per la remunerazione, la materia delicatissima degli interessi degli amministratori e delle operazioni con parti correlate, per giungere al collegio sindacale e agli alternativi modelli di gestione, dualistico e monistico. Insomma, tutte le materie che contribuiscono ad una vera best practice. Alla luce di questi brevi cenni sullo "stato dell'arte" dell'autoregolamentazione nei mercati finanziari italiani - bene rappresentata dalla punta emergente della corporate governance delle società quotate - mi limito ad una considerazione di ordine generale sull'impatto dell'autoregolamentazione nell'economia italiana. Non v'è dubbio che quest'ultima funzioni bene in mercati sofisticati ed evoluti nei quali la "rule of law" - che la tradizione giuridica italiana traduce con l'altrettanto efficace espressione di "Stato di diritto" - è un principio affermato, sentito ed applicato dalle istituzioni, dai giudici e dagli operatori. Funziona meno bene, anzi può divenire pericolosa per gli interessi esterni all'impresa, i c.d. stakeholders

(creditori, lavoratori, comunità locali), laddove il mercato si caratterizzi per un basso grado di legalità e di effettività (enforcement) delle norme, per uno scarso senso dell'etica degli affari, per una assoluta inefficacia non solo delle sanzioni reputazionali ma, persino, di quelle normative inflitte dalle autorità costituite. Funziona meno bene – diventando una chimera, uno “specchietto per le allodole” - laddove l'impresa è contaminata dalla criminalità organizzata e dove anche l'economia pulita manifesta una forte intolleranza e ritrosia verso le regole cogenti. Come, purtroppo, ancora accade in un terzo del Paese, rappresentato dal sud Italia e come, per fatti diversi di criminalità finanziaria, testimoniano i recenti scandali societari e bancari che hanno “tradito” il risparmio degli italiani.

Bibliografia

- G. Bosi, *Autoregolamentazione societaria*, Milano, Giuffrè, 2009.
- N. Brutti, *Codici di comportamento e società quotate*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 236.
- A. Cadbury, *Corporate governante. Cosa è*, Roma, Luiss University Press, 2007.
- D. Caterino, *Autodisciplina societaria e doveri del collegio sindacale nella legge sul risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 473.
- F. Chiappetta, *Diritto del governo societario*, Padova, Cedam, 2007.
- R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2010.
- M. De Mari, *Il Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, p. 141
- L. Enriques, M. Gargantini, *Regolamentazione e autoregolamentazione nei controlli interni sull'informazione finanziaria*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 906.
- F. Galgano, *Regolamenti contrattuali e pene private*, in *Contr. e impr.*, 2001, p. 509
- M. Maugeri, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 88.
- P. Montalenti, *La società quotata*, in *Trattato di Diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 2, Padova, Cedam, 2004.
- G. Presti, *Tutela del risparmio e Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *AGE*, 1/2006, p. 47.