

NICCOLÒ MELI

Disciplina dei gruppi di società, “mercati interni dei capitali” e confini dell'impresa: proposte di indagine.

1. Introduzione.

Oggetto del lavoro è l'analisi di una proposta interpretativa¹ della disciplina dell'attività di direzione e coordinamento (in seguito, per comodità espositiva, definita anche come disciplina dei gruppi di società) nella prospettiva di due tematiche rientranti nell'ampio dibattito economico sulla natura, sui meccanismi di funzionamento e sulla definizione dei “confini” e delle dimensioni dell'impresa. In particolare, si analizzano gli effetti che l'assetto di disciplina prefigurato può produrre su alcune dinamiche tipiche dell'organizzazione e del funzionamento delle imprese.

Obiettivo dello studio, è opportuno precisare, non è il conseguimento di risultati definitivi circa l'efficienza della disciplina con riguardo alle dinamiche considerate, ma la semplice prospettazione della possibilità che la disciplina stessa possa condurre a esiti più desiderabili (almeno sotto alcuni profili) rispetto ai modelli usualmente tenuti in considerazione; parallelamente, viene avanzata l'idea che la disciplina dei gruppi possa dare luogo a un modello di organizzazione dell'impresa caratterizzato da alcuni elementi distintivi rispetto ai modelli diffusamente considerati, con possibili ricadute sull'interpretazione della disciplina medesima.

La prima area tematica con la quale viene posta a confronto l'interpretazione proposta è quella relativa ai cc.dd. mercati interni dei capitali e ai meccanismi del loro funzionamento. La disciplina viene poi analizzata alla luce della tematica della determinazione dei confini dell'impresa, ossia delle modalità di definizione del discrimine tra transazioni effettuate mediante organizzazione gerarchica e transazioni di mercato.

Come è intuibile (e come, del resto, è sottolineato da diversi Autori²) i due temi sono strettamente legati. E' comunque preferibile trattarli separatamente, tentando di porre in luce le connessioni e gli aspetti comuni,

¹ Sviluppata dall'autore nella tesi *Gli obblighi di motivazione nel nuovo diritto delle società di capitali, con particolare riferimento all'art. 2497 ter cod. civ.*, sviluppata e discussa nel Dottorato di Ricerca in Diritto commerciale interno e internazionale, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, XX Ciclo.

² Per tutti, si veda J. C. Stein, *Agency, Information and Corporate Investment*, in *Handbook of the Economics of Finance*, edited by G. Constantinides, M. Harris. R. Stulz (2001); lo scritto è altresì disponibile nel sito www.ssrn.com.

individuando in particolare gli aspetti omogenei (nell'analisi operata in ciascun ambito) riconducibili ai peculiari caratteri dell'interpretazione, qui proposta, della disciplina dei gruppi, considerata quale schema organizzativo dell'impresa.

Il lavoro è così suddiviso. Nel paragrafo seguente verrà esposta in sintesi l'interpretazione proposta della disciplina dell'attività di direzione e coordinamento oggetto d'analisi, senza peraltro dar conto delle argomentazioni che la sorreggono. Nel terzo paragrafo verrà concisamente – e, ovviamente, senza alcuna pretesa di completezza – descritto il nucleo del dibattito che si è sviluppato intorno al confronto tra mercati esterni e mercati interni dei capitali. Si procederà quindi a inquadrare la disciplina considerata (e vista come modello di organizzazione dell'impresa) all'interno delle linee del dibattito. Infine, si porranno in evidenza alcuni “lati oscuri” dei mercati interni dei capitali, prospettando la tesi (senza alcuna pretesa di dimostrazione) che tale disciplina possa alleviare gli effetti di alcune dinamiche negative. Nel quarto paragrafo la disciplina dei gruppi verrà invece posta a confronto con la problematica dei confini dell'impresa, sotto il profilo del funzionamento degli incentivi dei diversi soggetti coinvolti e della raccolta e confronto delle informazioni. Nel quinto paragrafo verranno compiute alcune – sintetiche e del tutto provvisorie – considerazioni conclusive.

2. L'interpretazione della disciplina dell'attività di direzione e coordinamento.

L'interpretazione della disciplina dei gruppi qui analizzata si fonda sul dato fondamentale della piena omogeneità strutturale tra interesse delle società di gruppo (in particolare, delle società sottoposte a direzione e coordinamento) e interesse delle società “monadi”: la disciplina contenuta nel Capo IX non incide a livello della struttura dell'interesse sociale, inserendo l'interesse di gruppo tra i suoi componenti o comunque modificando le modalità essenziali del suo perseguimento. L'art. 2497, 1° comma, prima parte, cod. civ. contiene una compiuta fattispecie di responsabilità che ricalca, nella sua struttura, lo schema del conflitto di interessi e si profila quale responsabilità “da atto” e non “da attività”. La seconda parte del primo comma prevede due fattispecie estintive dell'obbligazione risarcitoria (per comodità espositiva, “vantaggi compensativi”), che elidono la responsabilità solo ove effettivamente realizzate e quantitativamente equivalenti al danno. Emerge quindi, da un lato la tutela rafforzata dei “soci esterni” e dei creditori delle società eterodirette, dall'altro la tutela dell'interesse delle società o enti che esercitano attività di direzione e coordinamento all'esercizio dell'attività, nella misura in cui possono incidere sul loro obbligo risarcitorio (mediante il meccanismo dei vantaggi compensativi: l'ordinamento riconosce rilievo a una vasta serie di effetti derivanti da rapporti di gruppo e riconducibili

all'attività di direzione e coordinamento).

Gli amministratori delle società sottoposte a direzione e coordinamento non sono vincolati dalle direttive della capogruppo: rimangono quindi responsabili secondo i consueti principi del diritto societario. Essi possono, però, adottare decisioni dannose per la loro società, nell' "interesse imprenditoriale" della capogruppo o di altra società del gruppo in presenza di vantaggi compensativi già conseguiti o fondatamente conseguibili. La presenza dei vantaggi compensativi vale a escludere la responsabilità penale e civile, *ex art.* 2634, 3° comma cod. civ., degli amministratori, non il conflitto di interessi, presupposto di operatività della norma. A differenza di quanto accade per la fattispecie di responsabilità prevista dall'art. 2497 cod. civ. per la capogruppo, i vantaggi compensativi rilevano qui al momento del compimento dell'atto lesivo, e quindi anche ove solo probabili, a prescindere dalla loro realizzazione effettiva. Requisito di validità delle "delibere influenzate da direzione e coordinamento" (art. 2497 *ter* cod. civ.), ossia quelle adottate (da qualsiasi organo) a danno delle società eterodirette nell' "interesse imprenditoriale" di cui all'art. 2497 cod. civ. (in presenza di vantaggi compensativi già realizzati o fondatamente prevedibili) è la motivazione di cui alla prima norma. Essa deve contenere: la descrizione dell' "interesse imprenditoriale" perseguito a danno di quello della società, la quantificazione del danno, che richiede la precisa individuazione delle scelte alternative a quella compiuta (e quindi l'analisi delle prospettive alternative sul mercato), l'indicazione dei vantaggi compensativi e in particolare il loro effetto di eliminazione del danno, nonché la loro probabile realizzazione o il già intervenuto conseguimento.

L'adempimento dell'obbligo di motivazione, oltre a incidere sulla validità delle delibere degli organi delle società soggette a direzione e coordinamento, esplica un ruolo essenziale nel funzionamento del meccanismo della responsabilità previsto dall'art. 2497 cod. civ. Solo in presenza di un'adeguata motivazione della decisione influenzata la società capogruppo convenuta con l'azione prevista dalla norma può eccepire vantaggi compensativi non ancora verificatisi (ma di probabile realizzazione). Resta fermo che, anche in presenza di adeguata motivazione, il mancato verificarsi dei vantaggi attesi (a prescindere dalla sua causa) consolida definitivamente la responsabilità della capogruppo.

3. I "mercati interni dei capitali" e la disciplina dei gruppi di società.

Negli studi economici degli ultimi decenni si è sviluppato un ampio dibattito sul confronto tra metodi alternativi di allocazione dei capitali e finanziamento delle imprese³.

³ Un'efficace sintesi in Stein, *op. cit.* Un contributo assai aggiornato è quello di O. Ozbas,

Il confronto prende le mosse da classici lavori sulla struttura dell'impresa multidivisionale e sull'intuizione che con essa (in ragione della fondamentale suddivisione tra livelli decisionali che la caratterizza) si possa costituire una sorta di "mercato interno" dei capitali, in cui l'organo direttivo compie scelte allocative, spostando i capitali tra le diverse divisioni che compongono l'impresa⁴. Il termine di confronto per tale modello organizzativo è quello della impresa "singola" (corrispondente a una divisione dell'impresa conglomerata), che deve reperire sul mercato i capitali necessari.

In estrema sintesi, il dibattito si è sviluppato sul confronto tra costi e benefici associati a ciascuna forma di organizzazione e reperimento dei capitali. E' opportuno evidenziare che, oltre agli studi in cui si è istituito un confronto assoluto tra i modelli, si è progressivamente affermata una tendenza ad articolare l'analisi piuttosto sulle condizioni alle quali ciascuno schema si profila vantaggioso⁵.

Passando alla descrizione dei due modelli, poche parole sono sufficienti per il "mercato esterno". In esso si ha un'impresa che ricorre al mercato dei capitali (di rischio e di debito). Le possibilità di finanziamento all'inizio, come nello svolgimento dell'attività, sono quindi influenzate dal funzionamento di tali mercati, secondo le dinamiche e con i costi ad essi associati.

Il "mercato interno" è quello istituito nell'ambito di un'impresa multidivisionale, in cui, da un lato, i capitali sono raccolti unitariamente e distribuiti alle diverse divisioni; d'altra parte, l'organo direttivo ha la possibilità di operare spostamenti di risorse tra le diverse divisioni, finanziandole con i proventi dell'attività complessivamente considerata e quindi anche con quelli derivanti da divisioni differenti, a tal fine oggetto di "redistribuzioni".

Nell'individuare i vantaggi garantiti da tale forma organizzativa, è usuale il riferimento alla possibilità, per l'organo direttivo, di acquisire informazioni più accurate e numerose sulle divisioni di quanto non possano fare gli investitori esterni con ogni singola impresa finanziata sul mercato; viene inoltre messa in luce la possibilità, in virtù del controllo esercitato su più divisioni, di dirigere le risorse sugli investimenti più promettenti in modo assai più efficace di quanto non possano fare gli investitori esterni; considerato da un diverso angolo visuale, il "mercato interno", con gli spostamenti di risorse efficienti che in astratto consente, realizza per mezzo

D. Scharfstein, *Evidence on the Dark Side of Internal Capital Markets*, 3.2009, disponibile sul sito www.ssrn.com.

⁴ E' usuale il riferimento ai lavori di O. Williamson, tra cui *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York, 1975; *L'organizzazione economica. Impresa, mercati e controllo politico*, Bologna, 1991.

⁵ Si veda, in particolare, Stein, *op. cit.*

di un'organizzazione gerarchica gli ipotetici contratti che interverrebbero tra le imprese sul mercato in assenza di deficit informativi e costi di transazione.

Tale modello, in estrema sintesi, si basa sulla titolarità di un ampio potere di “controllo” da parte dell'organo direttivo dell'impresa. (Il termine “controllo”, come si sarà intuito, non viene utilizzato in senso tecnico-giuridico, bensì in senso sostanziale, come è proprio della letteratura economica. Con tale termine, ampio e generico, si vogliono ricomprendere – senza prendere posizione – diverse impostazioni della teoria dell'impresa, quali quella basata su “diritti di proprietà” sui beni utilizzati nell'attività⁶ o quella costruita sul concetto di accesso e possibilità di utilizzazione ripetuta dei fattori di produzione⁷). Tale posizione consente all'organo direttivo di esercitare un'attività di distribuzione iniziale e redistribuzione successiva delle risorse dell'impresa tra le diverse divisioni, adeguando la politica complessiva alle diverse (e variabili nel tempo) opportunità d'investimento delle varie divisioni. Tale funzione di coordinamento strategico si basa su una suddivisione di compiti tra organo direttivo e manager preposti a ciascuna divisione (la nota forma multidivisionale); le scelte strategiche complessive e, in particolare, quelle relative alle redistribuzioni tra divisioni, richiedono l'instaurazione di un rapporto potere-soggezione tra organo direttivo e manager delle divisioni.

Tale forma organizzativa, in definitiva, rende possibile l'instaurazione di “mercati interni” di capitali. Essa d'altronde, come si sta per vedere, proprio per i suoi caratteri essenziali non garantisce in ogni caso un perfetto allineamento tra gli interessi dei vari soggetti preposti al compimento delle decisioni e quello della massimizzazione del valore dell'impresa e, più ampiamente, dell'impiego efficiente delle risorse complessivamente investite (dagli “investitori esterni”). In particolare, in un contesto caratterizzato da asimmetrie informative incidenti sui diversi rapporti organizzativi che caratterizzano l'impresa, emergono conflitti di agency a due diversi livelli: tra i manager delle diverse divisioni (in competizione reciproca) e l'organo direttivo e tra quest'ultimo e gli “investitori esterni”.

La disciplina italiana, nell'interpretazione proposta nel paragrafo precedente, si profila quale forma organizzativa parzialmente differente

⁶ Si vedano, ad esempio, le formulazioni di B. Holmstrom, P. Milgrom, *Multitask principal-agent analysis: Incentive contacts, asset ownership and job design*, in 7, *Journal of Law, Econ. And Organization*, 1991, p. 24; S. Grossman, O. Hart, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, in 94, *Journal of Pol. Econ.*, 1986, p. 691; O. Hart, J. Moore, *Property Rights and the Nature of the Firm*, in 98 *Journal of Pol. Econ.*, 1990, p. 1191.

⁷ R. Rajan, L. Zingales, *Power in a Theory of the Firm*, NBER Working Paper N. W6274, 11.1997, disponibile sul sito www.ssrn.com.

rispetto all'impresa multidivisionale sinteticamente descritta. Per evidenziare più efficacemente le analogie e le differenze, è opportuno introdurre un terzo modello organizzativo di riferimento, rappresentato dal gruppo di società (con società eterodirette partecipate anche da "soci esterni") disciplinato secondo le norme generali del diritto societario, interpretate rigorosamente. In tale modello, lo spazio per decisioni allocative e redistributive all'interno del gruppo (da parte della capogruppo) è circoscritto, tendenzialmente, all'impiego degli utili (distribuiti) da parte della capogruppo. Nell'impresa multidivisionale (e, in particolare, nel gruppo conglomerato considerato dagli studiosi nordamericani, in cui le società soggiacciono a un controllo totalitario) lo spazio per tali decisioni è più ampio: esso rappresenta, come visto, un aspetto essenziale del modello, causa a un tempo di possibili effetti positivi e negativi.

Il gruppo di società, regolato secondo l'interpretazione proposta della disciplina italiana si profila come modello intermedio tra quelli sinteticamente descritti. La possibilità di assumere, ovviamente a seguito di direttive della capogruppo, decisioni "influenzate da attività di direzione e coordinamento" (lesive per la società e nell' "interesse imprenditoriale" della capogruppo o di altra società del gruppo), consente di operare scelte allocative e redistributive all'interno del gruppo; ciò solo in presenza di vantaggi compensativi realizzatisi o di probabile realizzazione futura. Tale strumento consente alla capogruppo un margine di operatività sicuramente più limitato rispetto a quello che caratterizza l'azione dell'organo direttivo dell'impresa multidivisionale. Parallelamente, i rapporti tra i diversi soggetti coinvolti, e, in particolare, i vincoli gerarchici (di carattere sostanziale), la partecipazione alle decisioni, il reperimento e la condivisione delle informazioni, si profilano differenti nei due modelli, anche in virtù dei regimi di responsabilità, rispettivamente, dei componenti degli organi amministrativi delle società eterodirette, e della società capogruppo (nonché di chi ha "preso parte al fatto lesivo") sopra tratteggiati.

Il modello organizzativo emergente dall'interpretazione della disciplina italiana concede quindi più limitati margini di operatività all'organo direttivo (la capogruppo, o meglio, il suo organo amministrativo), incidendo altresì sull'operato di tutti i soggetti coinvolti con la peculiare disciplina delle responsabilità. Tali differenze, nel confronto tra il modello della disciplina italiana e quello di impresa multidivisionale "classica", possono avere contemporaneamente effetti negativi (nel modello italiano possono compiersi un numero più limitato di operazioni redistributive, potenzialmente efficienti), ma anche positivi: nel modello italiano le dinamiche negative che paiono caratterizzare l'impresa multidivisionale potrebbero risultare attenuate.

Un confronto completo tra i modelli richiederebbe quindi una complessa indagine sul trade-off tra il grado di libertà redistributiva nei

diversi modelli e i correlati effetti di: aumento numerico e quantitativo delle decisioni allocative potenzialmente efficiente/aggravamento dei costi di transazione.

Lo scopo del presente lavoro è molto più limitato. L'indagine è circoscritta alla valutazione della possibilità che il modello organizzativo ricavabile dalla disciplina italiana sia interessato da dinamiche distorsive in misura inferiore rispetto a quello dell'impresa multidivisionale classica. L'interesse dell'analisi riposa peraltro sull'assunto che il modello considerato, se da un lato introduce limitazioni rispetto all'operatività dell'organo direttivo (cui si associano effetti positivi, ma anche negativi), dall'altro si profila come modello più "elastico" rispetto a quello dei gruppi regolati dalla disciplina generale (peraltro, non rientra nell'ambito dell'indagine il confronto con tale diverso modello, che viene qui semplicemente assunto come parametro di riferimento ulteriore, caratterizzato da una maggior rigidità nelle scelte redistributive).

Verranno ora descritti i risultati di uno studio⁸ sul tema delle possibili inefficienze dei mercati interni dei capitali, indicando gli elementi caratteristici del modello organizzativo desumibile dalla disciplina dei gruppi di società che si profilano potenzialmente positivi. Ragioni di spazio consigliano di limitare l'analisi a un solo studio, tenendo presente peraltro che considerazioni analoghe a quelle che si stanno per svolgere possono esser fatte anche in relazione agli altri lavori, in virtù dell'omogeneità delle dinamiche descritte e quindi dell'incidenza degli elementi che differenziano il modello organizzativo qui considerato rispetto al modello "classico" di impresa multidivisionale.

Il modello di analisi sviluppato nello studio si basa su due assunti fondamentali: 1. l'organo direttivo dell'impresa (d'ora innanzi, CEO) ha poteri non illimitati nell'instaurazione dei rapporti con i manager (d'ora innanzi, M) preposti alle divisioni (d'ora innanzi, D), nella misura in cui può compiere scelte redistributive al momento iniziale (precedente alle scelte di investimento dei manager delle divisioni), ma non può convincentemente impegnarsi *ex ante* a una determinata redistribuzione futura (al momento in cui le scelte di ciascuna divisione producono i loro risultati). 2. Il surplus complessivo determinato dalle scelte dei manager è distribuito tra le divisioni a seguito di negoziazioni; gli amministratori possono influenzare tale distribuzione mediante le loro scelte di investimento (chiaramente effettuate in un momento precedente).

Nel modello analizzato, M' e M'' (rispettivamente a capo delle divisioni D' e D''), al momento iniziale, dispongono di risorse che possono

⁸ R. Rajan, H. Servaes, L. Zingales, *The cost of diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment*, *The Center for Research in Security Prices, Working Paper n. 463*, 2000, disponibile sul sito www.ssrn.com.

essere trasferite all'altra divisione; essi possono effettuare – in posizione di autonomia rispetto a CEO – due scelte di investimento alternative: un investimento “efficiente” (A) o un investimento “difensivo” (B), ossia che mette a riparo chi lo compie dal rischio di vedersi sottratto il surplus prodotto all'esito finale. M può avere interesse a compiere B, soprattutto nel caso in cui disponga di maggiori risorse e migliori opportunità dell'altro manager. Tale distorsione è dovuta al fatto che il CEO, come detto, non può determinare, al momento iniziale di assegnazione delle risorse o a quello delle scelte di investimento operate dai manager, regole precise e affidabili sulla successiva divisione del surplus finale; ciò perché tali regole non possono essere verosimilmente modellate *ex ante* in base ai loro effetti sulle scelte di investimento da effettuarsi da parte dei manager delle divisioni (anche a causa della difficoltà di individuare e specificare al momento iniziale il surplus complessivo atteso – in presenza di molteplici scelte di investimento possibili – e di elaborare schemi di ripartizione semplici ed efficaci nella prospettiva di ciascun manager), quanto da fattori del tutto diversi e contingenti, quali il potere contrattuale posseduto ed esercitato al momento finale della divisione da ciascun manager. In particolare, viene evidenziato che il manager che sceglie l'investimento “difensivo”, oltre a mettere al sicuro il suo surplus, può impiegare tempo e risorse per tentare di accaparrarsi parte del surplus di altro manager che abbia scelto l'investimento efficiente; quest'ultimo si troverà in una posizione assai difficile, se si tiene presente che i suoi tentativi di difesa dagli attacchi del manager che ha compiuto la scelta difensiva hanno un costo-opportunità (in termini di tempo e risorse impiegate) superiore a quello affrontato dal “rivale” per attaccarlo, quale effetto necessario della differente scelta degli investimenti. Il rischio che tali meccanismi incidano sulle scelte di investimento di ciascun manager, inducendolo a preferire l'investimento protettivo piuttosto che quello efficiente costringe il CEO a effettuare scelte allocative iniziali inefficienti. Potrà infatti essere conveniente favorire le divisioni con prospettive di investimento peggiori a scapito di quelle con prospettive superiori, al fine di diminuire il rischio corso da queste ultime di subire “espropriazioni” nel momento della redistribuzione finale e l'incentivo a esso connesso di scegliere l'investimento protettivo, con diminuzione del surplus complessivo dell'impresa. Nell'analisi sinteticamente riferita, è bene evidenziare, viene preso in considerazione esclusivamente un “livello” di rapporti (quello tra CEO e M) in cui emergono dinamiche distorsive: non vengono invece considerati i complessi problemi di asimmetrie informative e agency nel rapporto tra CEO e investitori esterni.

Le dinamiche illustrate contribuirebbero a spiegare il fenomeno dei sussidi incrociati (definiti “socialisti”) tipici delle imprese multidivisionali (e crescente in proporzione al grado di diversificazione dell'impresa e quindi

alle differenze tra opportunità di investimento delle diverse divisioni), nonché il collegamento più debole tra prospettive di guadagno e scelte di investimento che caratterizza le divisioni di tali imprese rispetto alle corrispondenti imprese che agiscono autonomamente sul mercato.

Infine, i risultati dell'analisi vengono riferiti alla tematica teorica generale della definizione della natura dell'impresa, ponendo in luce come le transazioni interne all'impresa, in particolare all'interno dell'impresa multidivisionale, siano possibili in virtù del controllo comune delle risorse, che consente transazioni, aventi ad oggetto il trasferimento delle risorse stesse, non conseguibili sul mercato; d'altronde, l'assenza di una chiara demarcazione dei diritti proprietari può determinare inefficienti "lotte di potere" tra i diversi agenti. (Proprio la presenza, la distribuzione e l'impiego del potere all'interno dell'impresa tra i vari soggetti coinvolti può contribuire a spiegare le differenze sostanziali tra transazioni di mercato e transazioni "gerarchiche" all'interno dell'impresa; in tale prospettiva non è necessario stabilire in termini assoluti e generali il dominio di uno dei due sistemi di allocazione delle risorse).

E' ora opportuno svolgere alcune sintetiche considerazioni, alla luce dei risultati dell'analisi appena richiamati, sul modello di organizzazione dell'impresa emergente dall'interpretazione proposta dei gruppi di società. E' bene ribadire che la prospettive dell'analisi è circoscritta agli aspetti di eventuale alleviamento delle dinamiche distorsive, sopra evidenziate, senza considerare, invece, gli eventuali ostacoli che il modello preso in considerazione può presentare al funzionamento dei "mercati interni" dei capitali.

Rispetto al modello dell'impresa multidivisionale classica (in cui rientra altresì il gruppo conglomerato a partecipazione totalitaria), il modello organizzativo qui analizzato si presenta meno elastico nella possibilità di effettuare trasferimenti di risorse tra le diverse "divisioni" (ossia, nel nostro caso, le società sottoposte a direzione e coordinamento). Lo strumento che l'ordinamento pare apprestare a tal fine è rappresentato dalle "decisioni influenzate da direzione e coordinamento", le quali possono essere assunte (oltre che in presenza di adeguata motivazione) solo a condizione che si siano già prodotti o siano di probabile realizzazione vantaggi compensativi che eliminino il danno. Tale limitazione dell'operatività nel compimento delle scelte allocative poggia sulla rigida struttura del sistema di responsabilità, sopra delineata: l'esito finale, in termini sostanziali e in via di estrema sintesi, è rappresentato da un possibile maggior rilievo delle posizioni "proprietarie" (in senso non tecnico-giuridico) o, se si preferisce, di una più netta demarcazione delle "sfere di controllo" dei diversi soggetti coinvolti.

Con riguardo ad alcuni aspetti specifici dell'analisi sopra richiamata, si potrebbe ipotizzare che gli amministratori delle società eterodirette siano

meno soggetti al rischio di redistribuzioni del surplus complessivo di quanto non lo siano i manager delle divisioni dell'impresa multidivisionale (secondo il modello sopra descritto) e possano quindi avere incentivi inferiori a compiere investimenti “difensivi”. La società capogruppo che intenda operare un redistribuzione di risorse potrà infatti disporre una direttiva nei confronti della società eterodiretta avente ad oggetto l'assunzione di una decisione influenzata da direzione e coordinamento; decisione che potrà però essere assunta esclusivamente in presenza dei vantaggi compensativi. La posizione degli amministratori della società eterodiretta pare ulteriormente rafforzata dalla responsabilità della società che esercita direzione e coordinamento, nonché della società “beneficiaria”, che dovrebbero circoscrivere gli interventi redistributivi a quelli complessivamente efficienti e in partenza “compensabili”. Modalità alternativa di intervento redistributivo potrebbe esser rappresentata dalla distribuzione degli utili in una società eterodiretta con successivo loro impiego per finanziare altra società del gruppo. Anche tale tecnica si presenta meno “appetibile” per chi dirige il gruppo rispetto alle classiche manovre redistributive dell'impresa multidivisionale. La presenza di “soci esterni” nelle società eterodirette (a parte gli effetti in relazione a un eventuale sindacato sulla legittimità della delibera di distribuzione degli utili) determina la fuoriuscita di risorse dal gruppo, in contrasto con la tendenza degli organi direttivi delle imprese (su cui ci si soffermerà oltre), posta in luce in numerosi studi, ad aumentare e comunque a conservare le dimensioni dell'impresa.

In definitiva, si profila la possibilità che la disciplina dei gruppi di società, quale modello di organizzazione dell'impresa, introduca incentivi più corretti per gli amministratori delle società eterodirette e per quelli della capogruppo rispetto al classico modello dell'impresa multidivisionale. Tali incentivi, come visto, inciderebbero sulle scelte di investimento degli amministratori medesimi, con una serie di ricadute nella corretta allocazione delle risorse all'interno dell'impresa.

4. La disciplina dei gruppi di società e i “confini dell'impresa”.

La disciplina dei gruppi di società (nell'interpretazione qui proposta) quale modello organizzativo, viene ora analizzata nella prospettiva – differente rispetto a quella del paragrafo precedente, ancorché ad essa per più aspetti connessa – delle “dimensioni” dell'impresa; l'angolo prospettico dal quale la disciplina è considerata è quindi quello delle scelte, operate dai gestori dell'impresa, circa le transazioni da effettuarsi all'interno dell'impresa stessa, piuttosto che sul mercato⁹.

⁹ Il riferimento è al classico lavoro di R. Coase, *La natura dell'impresa*, in *Impresa*,

La letteratura economica¹⁰ ha posto in rilievo che le scelte incidenti sulla determinazione delle dimensioni dell'impresa sono caratterizzate da un serio problema di agency tra gli investitori “esterni” e chi gestisce l'impresa. I gestori possono infatti avere interesse a promuovere la crescita delle dimensioni dell'impresa oltre la soglia ottimale; tale interesse è riconducibile alla possibilità di estrarre dall'impresa e dalla sua gestione benefici privati di diversa natura. Tale tendenza all'espansione (designata con la sintetica e suggestiva espressione “empire building” nella letteratura nordamericana) nelle imprese conglomerate si esplica, ad esempio, nella eccessiva diversificazione e nel compimento di investimenti nelle diverse divisioni effettuati senza che vi sia effettiva corrispondenza con le aspettative di resa.

Altra manifestazione di tale dinamica, oggetto di interesse in questa analisi, è rappresentata dalla possibile incidenza negativa sulle scelte effettuate dai manager delle divisioni (a seguito dell'intervento del CEO) nei casi in cui più divisioni della medesima impresa entrano in rapporto tra loro. (Come meglio si specificherà oltre, il rapporto tra le divisioni può costituire l'oggetto diretto della scelta o una conseguenza più o meno mediata della scelta stessa). Il fenomeno dell’“empire building”, sopra sinteticamente richiamato, può in tali casi far sì che nell'alternativa tra due possibili scelte da assumersi da parte di una divisione, delle quali l'una implica l'instaurazione di rapporti di mercato, con la conseguente “fuoriuscita” di risorse dall'impresa, e l'altra si basa su transazioni con altra divisione dell'impresa (scelta in cui quindi le risorse rimangono all'interno dell'impresa stessa), il CEO può aver interesse a influenzare il manager della divisione che deve operare la scelta nella seconda direzione, ancorché la relativa scelta sia meno efficiente per la divisione che la compie. In particolare, il CEO avrà interesse a operare in tal modo se l'aumento, o meglio, la non diminuzione delle risorse complessivamente disponibili per l'impresa, associata a tale scelta, gli assicura la possibilità di estrarre dall'impresa complessivamente considerata benefici privati superiori all'eventuale perdita derivante dalla scelta stessa; parallelamente, il manager della divisione “beneficiaria” della scelta può essere incentivato a esercitare pressioni sul CEO e sul manager che la deve operare affinché venga adottata la decisione vantaggiosa per la propria divisione (ancorché inefficiente dal punto di vista complessivo).

Per esemplificare la dinamica appena descritta si può pensare alla situazione in cui il manager (M) di una divisione (D) possa acquistare un

mercato e diritto, Bologna, 2006, p. 73.

¹⁰ Tra i tanti, M. C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, in 76, *Am Ec. Rev.*, 1986, p. 323; D. S. Scharfstein, J. C. Stein, *The Dark Side of internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment*, in 55 *Journal of Fin.*, 2000, p. 2337.

bene o un servizio sul mercato oppure da un'altra divisione dell'impresa (D', gestita da M'). La transazione di mercato, in ipotesi, è superiore rispetto a quella interna all'impresa (ad esempio, perché sul mercato sono reperibili beni o servizi a condizioni più vantaggiose, o dotati di caratteristiche che li rendono più appetibili per M). M' (in ipotesi interessato all'espansione della sua divisione, piuttosto che all'efficienza complessiva dell'impresa) eserciterà pressioni su M e sul CEO affinché questi influenzi la scelta di M nella direzione della transazione "interna". Il CEO, a sua volta, sarà guidato dalla considerazione dell'effetto della scelta di M sulle dimensioni dell'impresa e sui benefici privati estraibili. Se i benefici privati estraibili quale effetto della scelta della transazione interna superano le conseguenze negative (subite dal CEO), in termini di efficienza complessiva associati alla scelta medesima, il CEO avrà interesse a spingere nella direzione della transazione interna, e ciò anche a prescindere da valutazioni su eventuali effetti positivi ulteriori associati all'integrazione che la scelta (di per sé inefficiente) potrebbe comportare.

Altra situazione, in parte diversa, ma soggetta alle stesse dinamiche, è quella di M, il quale deve operare una scelta tra due opzioni di investimento, ossia deve imprimere un determinato indirizzo alla futura attività di D. Delle due opzioni, solo una darà luogo all'instaurazione di rapporti (e quindi al perfezionamento di transazioni) con altra divisione dell'impresa (D'). M' e CEO avranno interesse a premere affinché M adotti tale scelta in base agli incentivi sopra descritti, incentivi che, come visto possono condurre verso la scelta che garantisca il maggior numero di transazioni interne all'impresa, ancorché meno efficiente, e ciò a prescindere da valutazioni circa eventuali ricadute positive dall'integrazione connessa con tale scelta.

Il modello organizzativo ricavabile dalla disciplina dei gruppi (nell'interpretazione qui proposta) potrebbe alleviare tale meccanismo distorsivo. L'adozione di decisioni influenzate da direzione e coordinamento (quali sarebbero quelle adottate da M negli esempi) senza la presenza di vantaggi compensativi comporterebbe inevitabilmente la responsabilità dei vari soggetti coinvolti. In particolare, alla responsabilità di M, si aggiungerebbe quella della società che esercita direzione e coordinamento e con essa quella del CEO, di M' e della società corrispondente a D'.

La disciplina in esame pare quindi introdurre incentivi virtuosi aventi per oggetto: la raccolta e l'elaborazione, da parte degli amministratori delle società eterodirette (M, nel parallelo con il modello di impresa multidivisionale) di informazioni relative alle possibilità (anche di carattere prospettico, associate a scelte che si proiettano nel futuro) offerte dal mercato per ciascuna operazione decisa; il confronto rigoroso da parte di M tra gli effetti associati alle transazioni di mercato e quelli propri delle concorrenti transazioni interne; un uguale confronto altresì da parte del CEO

(e anche di M').

L'analisi ha sino ad ora riguardato gli effetti che la disciplina dei gruppi di società potrebbe dispiegare sugli incentivi negativi che possono condurre a imprese di dimensioni eccessive. Tale disciplina, e in particolare la possibilità di assumere decisioni influenzate da direzione e coordinamento (dannose per la società che le assume nell' "interesse imprenditoriale" della capogruppo o di altra società del gruppo) in presenza di vantaggi compensativi, alle condizioni sopra descritte, può essere analizzata sotto il diverso, ma strettamente connesso, profilo delle decisioni complessivamente efficienti che consente di adottare e degli incentivi ad esse sottostanti.

La disciplina dei gruppi (nell'interpretazione proposta) consente di adottare decisioni dannose (transazioni a condizioni diverse da quelle di mercato o decisioni, di più ampio respiro imprenditoriale, differenti da quelle che opererebbe una società non di gruppo) solo in quanto il danno sia effettivamente eliminabile per effetto di vantaggi compensativi già conseguiti o ragionevolmente realizzabili (al momento dell'adozione della decisione dannosa) e successivamente effettivamente realizzatisi (ai fini dell'eliminazione della responsabilità *ex art. 2497 cod. civ.*). Il meccanismo compensativo dovrebbe quindi consentire decisioni allocative tra le società del gruppo e decisioni che comportano un maggior grado di integrazione tra le imprese da esse esercitate aventi l'effetto finale di aumentare il surplus complessivo del gruppo, senza che nessun soggetto coinvolto sia danneggiato (prescindendo peraltro, per esigenze di brevità e semplicità espositiva, dall'incidenza della disciplina sul rischio dei diversi soggetti in vario modo coinvolti). Esempi di decisioni di tale natura sono rappresentati dai trasferimenti infragruppo a prezzi diversi da quelli di mercato, che secondo un'accreditata ricostruzione possono produrre effetti complessivamente positivi¹¹. Ancora, la disciplina dei gruppi pare adeguata nel regolare le scelte di integrazione e di sfruttamento delle opportunità sinergie imprenditoriali.

In particolare, tale disciplina pare introdurre incentivi virtuosi nella raccolta, nel confronto e nell'elaborazione delle informazioni rilevanti da parte dei soggetti in vario modo coinvolti nelle scelte. Come si è già visto, la disciplina di responsabilità degli amministratori delle società eterodirette spinge costoro – anche in presenza di una direttiva della capogruppo – a raccogliere ed elaborare le informazioni di mercato rilevanti per la decisione. Gli amministratori della capogruppo raccolgono le informazioni rilevanti dalle diverse società del gruppo; tali informazioni riguardano le

¹¹ Si vedano, ad esempio, R. F. Gox, U. Schiller, *An economic perspective on transfer pricing*, 2.2006, disponibile sul sito www.ssrn.com; T. Baldenius, A Edlin, S. Reichelstein, *Market-based Transfer Prices and Intracompany Discounts*, 2.1999, anch'esso disponibile sul sito www.ssrn.com.

opportunità di transazioni interne al gruppo (o di scelte di investimento che in qualche modo conducono all'integrazione), ma comprendono altresì le opportunità di mercato alternative per ciascuna scelta. Nella elaborazione e trasmissione delle informazioni da parte delle diverse società del gruppo incide altresì la norma che prevede la responsabilità (art. 2497, 2° co. cod. civ.) della società che si è avvantaggiata dell'abuso della capogruppo; tale norma pare introdurre un incentivo alla corretta valutazione degli effetti delle "decisioni influenzate" anche da parte di chi ne beneficia e in particolare della produzione di un surplus che possa essere destinato all'integrale eliminazione del danno sofferto dalla società che adotta la decisione influenzata. Sulla base di tale compendio informativo gli amministratori della capogruppo possono elaborare una strategia complessiva; in altri termini, essi decidono quali e quante transazioni vengono effettuate all'interno del gruppo (in termini economici: all'interno dell'impresa), impartendo di conseguenza le necessarie direttive agli amministratori delle società eterodirette. Gli amministratori della capogruppo sono incentivati dalla disciplina della responsabilità prevista dall'art. 2497 cod. civ. a compiere una valutazione che consideri tutti gli elementi rilevanti. Le direttive impartite dalla capogruppo aventi per oggetto l'assunzione di una decisione influenzata non sono vincolanti per gli amministratori delle società eterodirette; costoro devono operare un confronto quantitativo tra effetti dell'operazione infragruppo proposta e l'alternativa di mercato, determinare il danno e verificare che i vantaggi compensativi indicati siano in grado di eliminare il danno stesso, e che essi si siano già verificati o siano di probabile realizzazione futura. Di tale complessa valutazione (che sta alla base dell'assunzione delle delibere influenzate) deve essere dato adeguato conto nella motivazione di cui all'art. 2497 *ter* cod. civ., rendendo quindi ripercorribili dall'esterno i processi di raccolta ed elaborazione delle informazioni e le valutazioni alla base delle decisioni.

La disciplina dei gruppi, in definitiva, pare introdurre un modello di organizzazione dell'impresa in cui il problema della determinazione delle transazioni da effettuarsi all'interno piuttosto che sul mercato (e il profilo del grado di integrazione tra imprese di gruppo) viene affrontato mediante una più accentuata suddivisione dei compiti tra i diversi centri di raccolta ed elaborazione delle informazioni, derivante dalla peculiare disciplina della responsabilità; parallelamente, in tale schema organizzativo, risultano attenuati i vincoli gerarchici tra CEO e M in forza dell'assenza di un potere formale di direttiva in capo al primo e, soprattutto, della disciplina della responsabilità. In questa prospettiva, il modello di organizzazione dell'impresa qui analizzato, potrebbe essere considerato un particolare schema di impresa conglomerata, in cui la suddivisione delle competenze e dei poteri tra CEO e M, tipica dei modelli classici, pare ricevere un più

deciso riconoscimento e sostegno nella disciplina giuridica, con possibili effetti sugli incentivi dei vari soggetti coinvolti nell'assunzione delle decisioni.

5. Conclusioni.

Dall'analisi compiuta nel lavoro emerge che la disciplina dei gruppi di società (nell'interpretazione proposta), quale schema di organizzazione dell'impresa, potrebbe alleviare alcuni incentivi negativi incidenti in vario modo sulle scelte dei diversi soggetti impegnati nella gestione dell'impresa stessa e introdurre incentivi positivi in relazione alla raccolta ed elaborazione delle informazioni. Le dinamiche ipotizzate sono riconducibili alla maggior "rigidità" del modello prefigurato, nel quale pare riscontrarsi una distinzione delle "sfere di controllo" dei diversi soggetti più marcata rispetto a quella che caratterizza la classica impresa multidivisionale e, parallelamente, un affievolimento dei vincoli gerarchici.

Tali spunti, che necessitano peraltro di indagini ben più approfondite, paiono prefigurare la possibilità di compiere un'analisi – che potrebbe condurre a risultati utili per l'interpretazione della disciplina – estesa a ulteriori aspetti, quali: - le eventuali ricadute negative della maggior rigidità dello schema organizzativo derivante dalla disciplina dei gruppi rispetto al classico modello di impresa multidivisionale; - il confronto tra il modello qui prefigurato e quelli, rispettivamente, del gruppo di società regolato dalla disciplina generale rigorosamente interpretata (in cui non possono essere adottate "decisioni influenzate da direzione e coordinamento") e del gruppo di società regolato dalla disciplina vigente interpretata in modo diverso da quello qui proposto (ossia le ricostruzioni secondo cui sarebbe incisa la struttura dell'interesse delle società eterodirette, i "vantaggi compensativi" non dovrebbero essere necessariamente equivalenti al danno e, secondo alcune prospettazioni, anche ai fini dell'art. 2497 cod. civ., e non solo dell'art. 2634 cod. civ., essi potrebbero anche non realizzarsi effettivamente, essendo sufficiente la loro probabile realizzazione al momento della direttiva della capogruppo e della decisione della società eterodiretta).