

V CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI VALORE,
SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI"

Roma, 21-22 febbraio 2014

RENATO MANGANO

**Doveri degli amministratori, conflitti interculturali e rischio
- il ruolo del giurista -**

SOMMARIO: 1. Oggetto e struttura del *paper*. – 2. Definizione del concetto di rischio e posizione degli interrogativi. – 3. Scelta del metodo. – 4. La cultura del diritto societario: primato del soggetto, paradigma dell'amministratore virtuoso e disciplina *process-oriented*. – 5. La cultura della *corporate governance*: primato dell'azione, paradigma dell'amministratore opportunisto e disciplina *outcome-oriented*. – 6. La cultura informatico-finanziaria: primato della tecnologia, paradigma del gestore di portafogli e disciplina *index-oriented*. – 7. Pluralismo culturale e prevalenza di un modello sugli altri. – 8. L'affermazione della cultura del rischio in attesa che emerga una nuova cultura, meno rischiosa.

1. *Oggetto e struttura del paper*. – Il presente lavoro - dal contenuto ancora provvisorio e privo del necessario corredo di note - ha per oggetto il rapporto esistente fra la gestione delle società quotate ed il rischio. L'indagine, dopo una breve digressione dedicata alla definizione del concetto di rischio, mira a dimostrare come la materia in esame si caratterizzi per la presenza contestuale di almeno tre culture che, per comodità espositiva, saranno denominate: "cultura del diritto societario", "cultura della *corporate governance*" e "cultura informatico-finanziaria", per poi dimostrare come proprio tale forma di "multiculturalismo" stia

alimentando una nuova esperienza giuridica, incentrata sul rischio fine a se stesso.

2. *Definizione del concetto di rischio e posizione degli interrogativi.* – Ulrich Beck ha scritto che creazione di valore e gestione del rischio sono due facce della stessa medaglia, con ciò traducendo la comune massima di esperienza secondo la quale chi non ha una sufficiente propensione al rischio non crea valore. Le parole del noto sociologo tedesco spiegano perché tutti i codici di *corporate governance*, per un verso, prescrivano agli amministratori di creare valore per gli azionisti e, per altro verso, suggeriscano loro di istituire comitati per la gestione del rischio. Ma, viene spontaneo chiedersi, che cosa è il rischio? Gli studiosi dell'Europa continentale che hanno studiato, prima, il contratto di assicurazione contro i danni e, poi, quello sulla vita, hanno definito il rischio come la probabilità che un evento incerto, non necessariamente indesiderabile (si pensi alla nascita di un figlio nell'assicurazione sulla vita), possa provocare una perdita patrimoniale, o comunque, una situazione di bisogno. (Schack; Ferri). Tuttavia, tale definizione non potrà essere utilizzata nelle pagine che seguono, per il fatto di prendere in considerazione soltanto quegli eventi che producono un risultato patrimonialmente di segno negativo. Ciò spiega pertanto, perché appresso si farà riferimento - in modo stipulativo - ad un'altra tradizione culturale, questa volta di matrice inglese, in base alla quale il rischio potrebbe essere definito come quell'evento che, all'interno del più vasto insieme di ciò che è incerto (*uncertainty*), si caratterizza per il fatto di determinare uno scostamento di un risultato atteso: in negativo, nel qual caso si parla di *downside-risk*, ovvero in positivo, nel quale caso si parla di *upside-risk* (Knight).

Il rischio, così concepito, è entrato a pieno titolo nel raggio di interesse del giurista. Sotto questo profilo paradigmatica è la posizione assunta dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (e, di riflesso, quella dell'Unione Europea, che ha adottato il contenuto degli Accordi sul capitale delle banche), il quale - preoccupandosi del fatto che ciascun istituto di credito sia dotato di un patrimonio adeguato a fronteggiare i rischi assunti - ha fatto della normativa sulla vigilanza una forma di regolazione *risk-based* e del rischio un vero e proprio standard normativo. I cultori del diritto societario, d'altra parte, si confrontano con il tema del rischio quando studiano la materia della remunerazione degli amministratori esecutivi e fanno l'esperienza che tale misura viene fatta dipendere prevalentemente dalla redditività della società o, come sarebbe più coerente scrivere, dal rischio (Monks-Minow). Gli stessi studiosi, per altro, si imbattono ancora una volta nel tema del rischio quando si occupano degli investitori istituzionali e constatano che il loro attivismo è inversamente proporzionale alla capacità che questi ultimi hanno di diluire o di traslare su soggetti terzi il rischio che hanno assunto allestendo il proprio portafoglio (Gilson-Gordon). Infine, i regolatori che affrontano i postumi della crisi lasciano intendere che si è rischiato troppo e, di conseguenza, propongono interventi volti a migliorare il c.d. *risk management*.

La materia è incandescente e le prese di posizione degli specialisti spesso contraddittorie. Così, soltanto per fare un esempio, mentre una corrente di pensiero sostiene che l'aver parametrato la remunerazione degli amministratori al rischio avrebbe ridotto il loro orizzonte strategico e, così facendo, avrebbe contribuito a provocare la recente crisi (Padoa-Schioppa), un altro filone di studiosi fa notare, per un verso, come la distinzione fra lungo e breve lungo periodo sia più teorica che pratica

(Gilson-Gordon) e, per altro verso, come i soci sono tradizionalmente favorevoli a remunerare gli amministratori in proporzione al rischio, dal momento che - così facendo - essi traslano sui gestori l'incertezza di un bilancio in pareggio o peggio ancora in perdita (Monks-Minow). Sennonché, senza nemmeno ardire di affrontare i temi poc'anzi citati, viene spontaneo porsi qualche interrogativo preliminare, ma non per questo meno importante per l'euristica della materia, e chiedersi: perché il giurista si è accorto soltanto in questi ultimi decenni che esisteva il rischio? E, poi: se ne sarebbe dovuto accorgere prima? E infine: l'introduzione nel laboratorio del giurista del rischio è stato un progresso, un regresso (ammesso che, nel campo giuridico, si possa parlare di progresso e, rispettivamente, di regresso), richiede un ennesimo lavoro di lima del regolatore o è solo un motivo di preoccupazione in più per l'interprete?

3. *Scelta del metodo.* – Non appena ci si siamo confrontati con la nozione di rischio, ci siamo resi immediatamente conto del fatto che il tema prescelto: può contare su ben pochi appigli di diritto positivo, per essere approcciato mediante uno studio esegetico; è troppo recente, per poter essere trattato con l'ausilio della prospettiva storica; ha un fondamento eminentemente economico per poter essere affrontato in modo imparziale con l'analisi economica del diritto; ha uno sviluppo transnazionale uniforme, per poter essere valutato con la lente del comparatista e, più specificatamente, con la lente di colui che è abituato a raffrontare istituti giuridici, funzionalmente equivalenti, ma collocati geograficamente in ordinamenti diversi.

Subito dopo, però, ci siamo ricordati del fatto che la comparazione giuridica può avere per oggetto, non solo e non soltanto istituti giuridici, bensì le matrici antropologiche e culturali che li hanno prodotti, per

valutare come esse convivano all'interno di uno stesso ordinamento e, in ultima analisi, come e perché - in un determinato istante dell'esperienza giuridica - un certo modello finisca per imporsi sugli altri (Fikentscher, Sacco). Dopo qualche esitazione, ci è sembrato anzi che proprio un simile approccio possa rivelarsi proficuo per affrontare in modo scevro da pregiudizi una materia, come quella in esame, nella quale il rischio, prima ancora di divenire uno standard normativo, è espressione di un ben preciso patrimonio di conoscenze economiche. Con il risultato che qui di seguito si tenterà di compiere un raffronto, non già fra istituti giuridici, bensì fra modelli culturali e, più specificatamente, fra la "cultura del diritto societario", la "cultura della *corporate governance*", e la "cultura informatico-finanziaria", per poi verificare se e come essi convivano all'interno di alcuni ordinamenti campione, e se e come le loro dinamiche abbiano favorito l'affermazione di una temperie rischio-centrica.

4. *La cultura del diritto societario: primato del soggetto, paradigma dell'amministratore virtuoso e disciplina process-oriented.* – La disciplina che sancisce i doveri degli amministratori e le loro responsabilità si caratterizza per una sorta di primato del soggetto, del suo modo di essere, del suo modo di agire e, in ultima analisi, per un tipo di regolazione *process-oriented*. Limitando l'analisi ai riferimenti più vicini, tanto in senso temporale che spaziale, basti ricordare come i principali ordinamenti di cui si ha notizia, per un verso, stabiliscano che gli amministratori devono attuare l'oggetto sociale e, per altro verso, prescrivano la misura del loro impegno. Così accade, per esempio, nell'ordinamento italiano (art. 2380-*bis* e art. 2392 c.c.), in quello tedesco (§§ 76 e 93 *AktG*), in quello inglese (*section 174 ss. del Company Act 2006*) e, Oltreoceano, in quello statunitense (cfr., per esempio, la *section 141 ss. del Delaware Code*). La terminologia è diversa, ma l'impostazione è sempre la stessa e si caratterizza per il fatto

che la disciplina che ne risulta consiste nella combinazione di regole dal contenuto circoscritto con una o più clausole generali. Si consideri, per esempio, il Codice civile italiano, il quale - volendo semplificare al massimo quanto dispone in materia di amministrazione - per un verso, stabilisce che "la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale" (art. 2380-*bis* c.c.) e, per altro verso, prevede che "gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge o dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze" (art. 2392, comma 1°, c.c.).

Il legislatore, insomma, è consapevole del fatto che nel campo delle scelte gestionali la disciplina non potrebbe essere troppo rigida con la conseguenza che, per quantificare lo sforzo che i gestori devono approfondire per l'attuazione dell'oggetto sociale, ha fatto ricorso alla ben nota tecnica delle clausole generali, le quali di volta in volta consistono nella diligenza (e nei suoi equivalenti di diritto straniero) e, eventualmente, in altri parametri (quali la lealtà, la correttezza, la buona fede, la ragionevolezza, e così via). Gli studiosi del diritto civile si sono soffermati a lungo su tale tecnica normativa, della quale - con posizioni non sempre coincidenti - hanno messo in evidenza pregi e limiti (basti confrontare i lavori di Mengoni e Castronovo, da una parte, e quelli di Rodotà, dall'altra). Mentre gli studiosi del diritto societario si sono preoccupati di compiere un'adeguata operazione di concretizzazione di tali standard, al fine di esplicitarne il contenuto e di adeguarli ai più moderni dettami della scienza dell'organizzazione (Bonelli). Uno studioso ha osservato come, nella redazione di queste clausole generali, il legislatore abbia tipizzato il comportamento medio del buon gestore (Angelici). Così faceva il legislatore del Codice civile del 1942, il quale -

attraverso un meccanismo di rinvii - stabiliva che gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dall'atto costitutivo con la diligenza del buon padre di famiglia (art. 2392, 1° comma, c.c. e art. 1710 c.c.) e così accade ancora nell'ordinamento tedesco, ove l'*Aktiengesetz* fa riferimento alla diligenza di un gestore ordinato e competente" (§ 93, Abs. 1, AktG).

L'osservazione è interessante; e, di certo, non può essere liquidata dal lettore mediante un comprensibile richiamo alla letteratura tradizionale sul metodo tipologico. Gli studiosi, è vero, in molteplici occasioni hanno avuto modo di affrontare il rapporto universale/particolare mediante la formulazione di uno o più tipi, i quali poi possono essere a loro volta ideali, concreti, medi e così via dicendo. Come si ricava anche dal titolo di uno dei lavori che ha avuto maggiore diffusione (*Typus und Rechtsfindung. Die Bedeutung der typologischen Methode für die Rechtsfindung dargestellt am Vertragsrecht des BGB*), la metodica alla quale si farebbe istintivamente riferimento ha affrontato il tema della concretizzazione, non già nella prospettiva del regolatore e della tecnica di redazione della norma, bensì dal punto di vista dell'interprete e, più in particolare, dall'angolo visuale di chi deve disciplinare una fattispecie concreta che - a stretto rigore - non sarebbe sussumibile in alcuna norma astratta. Così è avvenuto nel lavoro di LEENEN, dal titolo poc'anzi citato, il quale mira a trovare una disciplina ai c.d. contratti atipici e così è avvenuto pure - giusto per rientrare nel campo del diritto societario italiano - nel lavoro di chi ha proposto di colmare le lacune della disciplina della s.r.l. anteriore alla riforma del 2003 mediante un richiamo alla disciplina delle società di persone (Zanarone).

L'osservazione secondo la quale il legislatore avrebbe tipizzato il tipo medio di buon amministratore dovrebbe rievocare allora altre letture ed altri percorsi. Viene da pensare, per un verso, ad un classico volume tedesco, ove si affronta il problema giuridico del rapporto universale/particolare in un'ottica più ampia (ENGISCH, *Die idee der Konkretisierung*) e, per un altro verso e soprattutto, alle norme del Codice civile sull'imprenditore e ed alla loro interpretazione. Tralasciamo il riferimento al libro tedesco e soffermiamoci sulle norme di diritto italiano. Come è noto, l'art. 2082 c.c. recita: "è imprenditore chi esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi"; così come è altrettanto noto come, soprattutto in reazione alla lettura che ne è stata fatta da parte di autorevole dottrina (Oppo), la letteratura più tradizionalista si sia preoccupata di precisare come - nella dinamica della disciplina dell'impresa - il soggetto, e quindi l'imprenditore sia, non solo il destinatario delle norme, ma anche un elemento importante della fattispecie (Ant. Genovese). Come dire che nell'impianto del Codice civile l'imprenditore sarebbe un *prius* mentre l'impresa un *posterius*; e come dire che, nell'interpretazione di tali norme, la dimensione del soggetto prevarrebbe su quella dell'attività, fortemente condizionandola. La qual cosa, per altro, è stata sempre ben chiara ai tribunali fallimentari: i quali, quando si sono trovati a decidere se un debitore è fallibile, non si sono limitati ad osservare l'attività organizzata, ma hanno esteso il loro sguardo alle caratteristiche del soggetto e - per lo meno in alcune vicende critiche - le hanno considerate persino decisive per stabilire se un soggetto è un piccolo imprenditore ovvero un imprenditore non piccolo, se un soggetto produce per l'autoconsumo ovvero per il mercato o ancora se la sua attività è, giuridicamente parlando, iniziata o rispettivamente cessata (Campobasso e Presti-Rescigno).

Ma ritorniamo alla disciplina della responsabilità dell'amministratore di s.p.a., o rispettivamente di *Aktiengesellschaft*, ed all'osservazione secondo la quale il legislatore, nel disciplinare l'obbligo di agire con diligenza, avrebbe tipizzato il tipo medio di buon amministratore per sostenere come quest'ultima osservazione - che qui si condivide - appare ancora più densa di significato di quanto non appaia a tutta prima. A ben vedere, infatti, se si accettano le considerazioni sopra espresse, proprio tale rilievo porta a ritenere: non solo, che la misura dello sforzo che l'amministratore deve profondere per attuare l'oggetto sociale è determinata mediante il ricorso ad una clausola generale; non solo, che ai fini di tale determinazione il legislatore fa un rinvio al giudice; ma anche e soprattutto che, per valutare la bontà di un singolo atto di gestione, il giudice dovrebbe calarsi nei panni di un ipotetico amministratore virtuoso, valutare come esso si sarebbe comportato e raffrontare la condotta da giudicare con quella ideale. Né si osservi, in senso contrario, che il legislatore del 2003 avrebbe eliminato il riferimento alla diligenza del mandatario e, indirettamente, a quella del buon padre di famiglia, stabilendo che "gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge o dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze" (art. 2392, comma 1º, c.c.), dal momento che è opinione pacifica che, attraverso la riforma del precetto in esame, il legislatore ha voluto aumentare e, non certo diminuire, l'elasticità della norma in esame, avvicinandola e non certo allontanandola, alla realtà degli operatori pratici (Campobasso). Ma - qui - ci rendiamo conto che il discorso richiederebbe altri approfondimenti: i quali, però, non sarebbero utili ai fini dell'esposizione della tesi che si vuole sostenere.

5. *La cultura della corporate governance: primato dell'azione, paradigma dell'amministratore opportunista e disciplina outcome-oriented.* – Negli anni '30 del secolo scorso, due sociologi statunitensi si sono accorti del fatto che molte *corporations* americane si erano quotate in borsa e constavano di una pluralità di soci: i quali possedevano una piccola parte del capitale sociale e non avevano il controllo dell'impresa (Berle-Means). L'analisi è nota; così come è altrettanto noto come, proprio a far data da tale constatazione, la letteratura economica, quella giuridica e, più tardi, quella di analisi economica del diritto abbiano cominciato ad immaginare la grande società azionaria come una realtà che si autodetermina e la *corporate governance* come un sistema di pesi e contrappesi che consente che questo avvenga nel modo più efficiente. Il che fa comprendere perché, molti anni dopo, in quella che sarebbe divenuta la prima definizione ufficiale della materia, si legga: "corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders' role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company's strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board's actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting" (Cadbury report, 2.5).

L'analisi si riferiva soltanto alle grandi società statunitensi le quali - lo si è appena detto - si caratterizzavano per un'evidente dissociazione fra la proprietà ed il controllo dell'impresa. Ciò nonostante, essa ha avuto un'eco enorme, che è arrivata persino in quegli ordinamenti dell'Europa continentale i quali, come quello tedesco o quello italiano, presentano una

struttura proprietaria concentrata. A ben vedere, infatti, partendo da quella constatazione, i due sociologi avevano notato come la grande società azionaria doveva essere intesa, non solo e non tanto come un'entità economica, ma anche e soprattutto come una vera e propria istituzione sociale e politica che si autodetermina (Berle-Means). La tesi, per altro, avrebbe sollecitato una serie di ulteriori riflessioni nella dottrina coeva ed in quella degli anni a venire. Così, per esempio, è opinione diffusa che proprio tale impostazione avrebbe consentito che - molto più tardi e, cioè, nei trascorsi anni '70 - due studiosi statunitensi di analisi economica del diritto immaginassero la società come un nesso di contratti (Jensen e Meckling) e, ancora, che, all'interno di quest'ultima cornice, un altro studioso "qualificasse" la relazione tra soci e amministratori come un contratto di mandato (*agency*), che si caratterizza per il fatto che i soci costituiscono il mandante (*principal*), l'amministratore il mandatario (*agent*) e i comportamenti opportunistici del gestore come degli *agency costs* (Fama). Con la conseguenza che, sotto questo profilo, la cultura della *corporate governance* si contrappone a quella del diritto societario: con la quale tuttavia convive. Infatti, mentre la cultura del diritto societario ruota intorno alla figura di amministratore "virtuoso", la cultura della *corporate governance* fa perno su di una figura di gestore "opportunist", interessato soltanto a curare i propri interessi. Mentre, nella prima, il soggetto prevale sull'azione; nella seconda, l'azione e i conflitti che essa genera, prevalgono sul soggetto.

Non ci si sarebbe soffermati su queste notazioni se esse non servissero ad introdurre il tema della remunerazione degli amministratori esecutivi e, unitamente con esso, quello del rischio. Coerentemente con l'impianto culturale del quale abbiamo parlato e con la qualificazione degli amministratori come *agents*, la cultura aziendalista ritiene che il modo

migliore per coinvolgere l'amministratore nelle dinamiche dell'impresa sia quello di incentivarlo, commisurando il suo compenso alla *performace* aziendale, vuoi attraverso un piano di partecipazione al capitale, vuoi attraverso un piano di diritti di opzione che consentono di partecipare al capitale.

6. *La cultura informatico-finanziaria: primato della tecnologia, paradigma del gestore di portafogli e disciplina index-oriented.* – Il quadro sarebbe gravemente lacunoso se non si parlasse anche del ruolo della tecnologia. In effetti, in questi ultimi anni l'informatica ha permesso molte evoluzioni nel campo della finanza, vuoi consentendo di compiere operazioni di calcolo prima impensabili - basti riflettere sul sistema dei derivati sulle azioni e sulla moderna teoria del portafoglio - vuoi consentendo uno scambio di informazioni a livello planetario in tempo reale. In punto di principio, l'evoluzione tecnologica dovrebbe risultare vantaggiosa per gli investitori nella misura in cui dovrebbe aumentare l'informazione disponibile; ma, in molti casi, è vero l'esatto contrario e cioè che essa finisce con l'essere causa di ulteriori asimmetrie informative ovvero di altre forme di disallineamento fra l'interesse dei soci e quello degli amministratori.

Così, per esempio, una parte della dottrina ha messo in evidenza come i derivati che hanno ad oggetto titoli di partecipazione al capitale delle società possano determinare una pericolosa forma di separazione fra titolare del voto ed interessato all'esercizio dello stesso (Hu-B.Black). Il Codice civile - non ce lo dimentichiamo - regola il contratto di riporto e stabilisce che, attraverso di esso, "il riportato trasferisce in proprietà al riportatore titoli di credito di una data specie per un determinato prezzo, e il riportatore assume l'obbligo di trasferire al riportato, alla scadenza del

termine prestabilito, la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie, verso rimborso del prezzo, che può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta (art. 1548 c.c.). Con riferimento al diritto di voto, l'art. 1550 c.c. prevede però che le parti possano mettersi d'accordo su chi debba andare a votare, per poi aggiungere che, in mancanza di accordo, il diritto di voto spetta al riportatore" (art. 1550 c.c.). Sennonché, quando l'azione è oggetto di un contratto derivato, la situazione è molto diversa dal momento che il titolare formale e quello economico non si conoscono nemmeno. Per non dire, infine, che la dottrina più recente ha dimostrato come in alcuni casi si potrebbe arrivare all'assurdo che il proprietario formale disponga di più diritti di voto di quante azioni abbia effettivamente a disposizione o che addirittura che non ne abbia alcuna e decida pertanto di votare per una proposta che mortifica il prezzo del titolo (Hu-B.Black).

Un'altra parte della dottrina ha dimostrato per altro che - da quando gli esperti di informatica finanziaria hanno messo a punto la moderna teoria del portafoglio - gli investitori istituzionali hanno rinunciato selezionare i titoli da acquistare e quindi non hanno più interesse a monitorare la condotta degli amministratori delle società emittenti, dal momento che essi - supportati dalla tecnologia - trovano molto meno rischioso allocare il rischio su un paniere a composizione variabile e compensare le perdite con i guadagni (Gilson-Gordon).

7. Pluralismo culturale e prevalenza di un modello sugli altri. – E' stato scritto che il pluralismo dei modelli è fisiologico; così come può essere fisiologico che un modello culturale si imponga sugli altri sulla base di una dinamica di selezione o adattamento non molto dissimile da quelle che Darwin ha descritto nel campo della biologia (Fikentscher). Tale

fenomeno, per altro, diviene ancora più verosimile quando due culture su tre vanno nella stessa direzione, come si può dire per la cultura della *corporate governance* e per quella informatico-finanziaria: le quali entrambe sono incentrate sul rischio, fino al punto che - senza cadere in contraddizione con quanto prima specificato - si può parlare anche dell'esistenza di un'unica cultura del rischio. Così, per esempio, negli USA l'affermazione di una stagione *risk-based* durante l'era delle scalate societarie può spiegare perché un istituto, datato di più di cento anni, come è quello della *business judgement rule*, sia stato progressivamente trasformato da regola del diritto societario a strumento delle imprese dotate di un'elevata propensione al rischio. Ma procediamo per gradi. Alla fine dell'Ottocento, la giurisprudenza statunitense aveva elaborato la *business judgement rule* con l'obiettivo di non giudicare il contenuto delle scelte gestorie secondo una linea di tendenza che ancora si rinviene nel caso *Smith v. Van Gorkom* (488 A.2d 858, 3 EXC 112 - Del. 1985). Nel frattempo, però, i tempi sono cambiati, i soci delle grandi società azionarie hanno deciso di "agganciare" la remunerazione degli amministratori esecutivi al rischio, le scalate societarie sono diventate un'occasione per accrescere lo *shareholder value* e la cultura della *corporate governance* ha fagocitato quella del diritto societario, fino al punto che nel caso *Unocal* e soprattutto in quello *Revlon* (493 A.2d 946 - Del. 1985 - e, rispettivamente, 506 A.2d 173 - Del. 1986 - e) le corti statunitensi si sono fatte carico di creare un porto sicuro per gli amministratori (*safe harbor*) e di renderli praticamente immuni da qualsiasi azioni di responsabilità.

Altre volte, la cultura del rischio si è propagata per imitazione. Così, per esempio, la dottrina tedesca non ha difficoltà ad ammettere che la scelta - compiuta, prima, dalla giurisprudenza (caso ARAG/Garmenbeck, BGHZ 135, 244), poi dal legislatore (UMAG 2005) -

di adottare in Germania una regola funzionalmente assimilabile alla *business judgement rule*, quale è quella contenuta nel nuovo § 93 *AktG*, può essere letta come un tentativo di imitare un modello molto diffuso (v.Hein).

Certo, in qualche caso la cultura del rischio ha dovuto fare qualche concessione a quella del diritto societario ed è stata costretta ad indietreggiare. Così, per esempio, la maggior parte degli ordinamenti, per combattere lo strapotere degli amministratori ed i loro eccessi, si sta preoccupando di potenziare l'attivismo assembleare, sia pure in capo agli investitori istituzionali. Tra questi: l'ordinamento britannico cerca di favorire la stesura degli *Stewardship codes* e cioè di quei codici di autodisciplina destinati ai c.d. *stewards* e cioè a quei soci che - per la loro capacità professionale - sono in grado di controllare gli amministratori; l'Unione europea persegue lo stesso obiettivo mediante la direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate (36/ 2007/CE), mentre l'ordinamento statunitense pare che, attraverso l'approvazione dell'art. 14a - 11 del *Dodd-Frank Act 2010* e una battaglia giudiziaria ancora in corso, stia consentendo ai singoli soci di presentare propri candidati alla carica di amministratore (*proxy access*).

Ma l'egemonia della cultura del diritto societario è destinata a durare poco. Infatti, coloro che si sono occupati di attivismo assembleare hanno dimostrato come proprio la cultura del rischio, e più specificatamente le moderne tecniche volte a trasferirlo (derivati) o a diluirlo (teoria del portafoglio), starebbero rendendo anche gli investitori istituzionali indifferenti all'operato degli amministratori (Gilson-Gordon). Con il risultato che un attento osservatore dell'andamento della borsa statunitense ha scritto che il rischio, non solo si è imposto come unico

parametro di riferimento, ma è divenuto anche una nozione autoreferenziale (Mauboussi).

8. *L'affermazione della cultura del rischio in attesa che emerga una nuova cultura, meno rischiosa.* – Alcuni giuristi si sono chiesti se delle dinamiche simili a quelle descritte nelle pagine precedenti possano essere etichettate come progresso o, rispettivamente, di regresso (Cheffins e Sacco). Sennonché, dopo un'attenta disamina, questi stessi studiosi sono arrivati alla conclusione che il modo di procedere dell'esperienza giuridica presenta un andamento del tutto peculiare e che, proprio per questa ragione, esso non potrebbe essere spiegato, né alla luce di quel processo di accumulazione di conoscenze indicato da Kuhn, né alla stregua di altri modelli di tipo valutativo (Cheffins e, con qualche concessione, Sacco). Con la conseguenza che non resta che astenersi dal compiere giudizi di valore e - sulla scorta di un grande maestro della sociologia - lasciare parlare i fatti (Weber).

La cronaca, d'altra parte, è eloquente; anche se non certo rassicurante. Gli scandali finanziari si susseguono; l'indice di Gini che misura la disuguaglianza nella distribuzione della ricchezza cresce (www.cia.gov/library/publications/the-worldfactbook/fields/2172.html) e i movimenti che protestano contro gli eccessi della finanza si moltiplicano. Affrontando il tema della *corporate governance* delle banche, un noto studioso tedesco ha scritto che il vero responsabile di ogni azione è l'uomo: il quale è chiamato ad applicare le norme correttamente (Hopt). L'affermazione è particolarmente apprezzabile nella misura contiene un implicito richiamo ai gestori a non farsi scudo di questa o quell'altra lacuna del sistema per soddisfare i propri interessi opportunistici e contiene, chiaramente, un esplicito monito ad agire *honeste*. Tale rilievo,

però, sembra cogliere soltanto una parte del problema. La letteratura inglese ha dimostrato come una regolazione che si basa sul rischio, come è quella che riguarda la *corporate governance*, ha carattere reattivo (*responsive*) nella misura in cui mira a risolvere un problema che si è già presentato all'attenzione dell'interprete e, viceversa, come essa non sia mai proattiva (*proactive*), nel senso che non è in grado di prevenire i conflitti che poi sarà chiamata a risolvere (J.Black). Con il risultato, ormai sotto gli occhi di tutti, che dopo una stagione di scandali, i legislatori delle giurisdizioni interessate si fanno carico di eliminare le criticità del sistema e, quando l'impianto sembra finalmente invulnerabile, ecco che si presenta una nuova criticità, che fino a quel momento non si era neppure immaginata: la quale - inaspettatamente - lo mette nuovamente in crisi; e così via continuando. Così è accaduto paradigmaticamente negli Stati Uniti, i quali dopo gli scandali *Enron*, prima, e *Lehman Brothers*, poi, hanno varato il *Sarbanes-Oxley Act 2002* e, rispettivamente, il *Dodd-Frank Act 2010*, ma non per questo hanno eliminato il pericolo che il sistema possa collassare nuovamente (Coffee).

L'aneddotta britannica ci ricorda che, quando la Regina Elisabetta si è presentata alla *London School of Economics* per chiedere come mai la crisi del 2007 non fosse stata prevista, gli studiosi le abbiano candidamente risposto che essi avevano commesso un "errore d'immaginazione" (*lack of imagination*). L'aneddoto - umorismo a parte - è intriso di significato. In primo luogo, perché dimostra che, se è vero che ci sono dei soggetti che sono capaci di creare il rischio e di esternalizzarlo, è anche vero che tale modo di procedere mette a repentaglio l'intero sistema in modo assolutamente non immaginabile e, quindi, non prevedibile; in secondo luogo, perché sembra chiamare in causa anche il giurista, facendogli pesare la scelta di avere abdicato alla sua vocazione di esperto nell'*ars boni*

et aequi e di avere messo momentaneamente da parte la cultura tradizionale del diritto societario - basata, lo si è detto poc'anzi, sul primato del soggetto, sul paradigma dell'amministratore virtuoso e sulla disciplina *process-oriented* - per adottare altre culture, apparentemente più promettenti. Ma resta da chiedersi: quante promesse sono state mantenute? E ... a che costo?